



HAL
open science

Les financements structurés et le droit des entreprises en difficultés

Archibald Benhamou-Gabriel

► **To cite this version:**

Archibald Benhamou-Gabriel. Les financements structurés et le droit des entreprises en difficultés. Droit. Université Panthéon-Sorbonne - Paris I, 2017. Français. NNT : 2017PA01D027 . tel-01656781

HAL Id: tel-01656781

<https://theses.hal.science/tel-01656781>

Submitted on 6 Dec 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université Paris I - Panthéon Sorbonne

Ecole doctorale de Droit privé

Année 2016-2017

**Thèse pour l'obtention du titre de
Docteur en droit**

Présentée et soutenue publiquement par

Archibald BENHAMOU-GABRIEL

le 13 juin 2017

**Les financements structurés
et le droit des entreprises en difficultés**

Directeur de thèse

Monsieur François Xavier LUCAS

Professeur à l'Université de Paris I - Panthéon Sorbonne

Membres du jury

Monsieur Nicolas BORGA

Professeur à l'Université de Lyon III

Monsieur Frédéric DANOS

Professeur à l'Université François-Rabelais de Tours

Monsieur Didier PORACCHIA

Professeur à l'Université de Paris I - Panthéon Sorbonne

Monsieur Marc SENECHAL

Professeur associé à l'Université de Paris I - Panthéon Sorbonne

Je tiens à remercier M. le professeur François Xavier LUCAS pour sa disponibilité, sa rigueur et ses précieux conseils.

Je remercie également ma femme pour son aide et sa patience tout au long de ces années et toute ma famille pour son soutien.

SOMMAIRE¹

INTRODUCTION

PREMIÈRE PARTIE LA STRUCTURATION DES FINANCEMENTS : INSTRUMENT DE NEUTRALISATION DE LA PROCEDURE COLLECTIVE

TITRE 1 : LE MONTAGE : UN ANTIDOTE A LA SAISIE COLLECTIVE

Chapitre 1 : Les financements structurés : un montage fragilisant la saisie collective via une méthode originale

Chapitre 2 : Les financements paralysant la saisie collective et les principes du droit des faillites

TITRE 2 : LE MONTAGE : UN ANTIDOTE A L'ORDRE PUBLIC GOUVERNANT LA REPARTITION

Chapitre 1 : Les financements subordonnés : une altération de la répartition de la procédure collective

Chapitre 2 : L'influence des financements subordonnés sur les fondements des procédures collectives

DEUXIÈME PARTIE LA STRUCTURATION DES FINANCEMENTS A L'EPREUVE DE LA PROCEDURE COLLECTIVE

TITRE 1 : LA RESISTANCE DES FINANCEMENTS STRUCTURES A LA SAISIE COLLECTIVE

Chapitre 1 : Financements structurés et perturbation de l'ouverture de la procédure collective

Chapitre 2 : Financements structurés et perturbation de la reconstitution du patrimoine du débiteur

TITRE 2 : LA RESISTANCE DES FINANCEMENTS STRUCTURES AUX REGLES DE REPARTITION DE LA PROCEDURE COLLECTIVE

Chapitre 1 : La répartition des pertes dans les procédures avec comité

Chapitre 2 : La répartition des pertes dans les procédures sans comité

CONCLUSION

¹ Voir la table des matières détaillée en fin d'ouvrage

Table des principales abréviations

Adde	Addenda
Al.	Alinéa
AN	Assemblée nationale
Art	Article
Banque	Revue Banque
Banque et droit	Revue Banque et droit
Bull.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation
BJB	Bulletin Joly bourse
BJE	Bulletin Joly entreprises en difficulté
BJS	Bulletin mensuel Joly des sociétés
CA	Cour d'appel
Cah. dr. entr.	Cahiers de droit de l'entreprise
Ch. Mixte	Cour de cassation, Chambre mixte
Cass. civ.	Cour de cassation, Chambre civile
Cass. civ. 1ère	Cour de cassation, première chambre civile
Cass. civ. 2ème	Cour de cassation, deuxième chambre civile
Cass. civ. 3ème	Cour de cassation, troisième chambre civile
Cass. com.	Cour de cassation, chambre commerciale
Cass. crim.	Cour de cassation, chambre criminelle
Cass. req.	Cour de cassation, chambre des requêtes
Cass. soc.	Cour de cassation, chambre Sociale
C. civ.	Code civil
C. com.	Code de commerce
C. consomm.	Code de la consommation
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
C. pr. civ.	Code de procédure civile
C. trav.	Code du travail
CJCE	Cour de Justice des Communautés Européennes
CJUE	Cour de Justice de l'Union Européenne
Chr.	Chronique
CNUDCI	Commission des Nations Unies pour le Droit Commercial International
COMI	Center Of Main Interest
Concl.	Conclusions
Cons. Const	Conseil Constitutionnel
D.	Recueil Dalloz

Defrénois	Répertoire du notariat Defrénois
Dr. et patr.	Droit et patrimoine
Dr. sociétés	Droit des sociétés
DMF	Droit maritime français
Éd.	Edition
Fasc.	Fascicule
Gaz. Pal.	Gazette du palais
Ibid.	Ibidem
In	Dans
In fine	A la fin
Infra	Plus bas
IR.	Informations Rapides
J.-Cl.	Juris-Classeur
JCP G.	Semaine juridique, édition Générale
JCP CI.	Semaine juridique, édition Commerce et Industrie
JCP E.	Semaine juridique, édition Entreprise
JCP N.	Semaine juridique, édition Notariale
JO	Journal officiel
J. sociétés	Journal des sociétés
JSS	Journal spécial des sociétés
Jur.	Jurisprudence
LPA.	Les Petites Affiches
LEDEN	L'essentiel droit des entreprises en difficulté
MTF	Marchés et techniques financières
N°	Numéro
Obs.	Observations
Ord.	Ordonnance
Op. cit.	Opere citato (ouvrage cité)
p.	Page
Préc.	Précité
Opér. fin.	Opération financière
RCDIP	Revue Critique de Droit Internationale Privé
RDC	Revue de Droit des contrats
RD bancaire et fin.	Revue de droit bancaire et financier
RLDA	Revue Lamy droit des affaires
RLDC	Revue Lamy droit de civil
Rev. Banque	Revue Banque

RDC	Revue des contrats
Rev. Sociétés	Revue des sociétés
RPC	Revue des procédures collectives, civiles et commerciale
Rép. civ.	Encyclopédie Dalloz (civil)
Rép. soc.	Encyclopédie Dalloz (sociétés)
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RLDC	Revue Lamy droit civil
RTD Civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD Com.	Revue trimestrielle de droit commercial
S.	Recueil Sirey
Supra	Ci-dessus
Th.	Thèse
t.	Tome
T. com	Tribunal de commerce
TGI.	Tribunal de Grande Instance
V.	Voir
Vol.	Volume

INTRODUCTION

1. **Les financements structurés et le droit des entreprises en difficultés.** Les financements structurés sont le fruit de « l'imagination (...) débordante qui caractérise le pouvoir bancaire (...) si débordante que l'on peut se demander si elle ne dépasse pas parfois la limite du compréhensible et du raisonnable »². Les financements structurés sont, à l'instar des contrats³ sur lesquels ils s'appuient, des instruments de mise en œuvre des prévisions individuelles des créanciers. Face à un débiteur *in bonis*, les contrats constituent la loi des parties. En cas de difficulté, l'équation devient plus complexe. Comme le relève le professeur LUCAS « par nature, les procédures collectives ont vocation à méconnaître la force obligatoire du contrat, les droits de la plupart des créanciers se trouvant nécessairement affectés »⁴. L'efficacité des prévisions est donc largement fragilisée par l'instabilité et les incertitudes qu'implique la procédure collective. Pourtant « le droit des entreprises en difficulté n'échappe pas à la volonté des différents acteurs des entreprises de prévoir les risques et les crises »⁵. Il convient alors de trouver un équilibre entre le respect des prévisions contractuelles et les objectifs des procédures d'insolvabilité. En favorisant de façon trop importante les prévisions contractuelles, le risque est de voir les intérêts des créanciers primer sur tout autre objectif (la possibilité d'assurer la pérennité de l'entreprise, le maintien de l'emploi...). A l'inverse, en s'écartant trop des prévisions des créanciers, il existe un risque de pénaliser le crédit. Un bref aperçu de l'évolution historique des mécanismes de financement des grands projets permet à la fois d'isoler quelques grands mécanismes communs à ces montages et d'avoir un premier aperçu de l'équilibre traditionnel entre les financements structurés et le droit de la faillite.

2. **La naissance des premiers grands financements privés.** Les grands projets requièrent par nature d'importants financements. Durant l'Antiquité et le Moyen Age, les grands projets (constructions de grands édifices...) étaient essentiellement le fruit des Etats ou des institutions religieuses. Dans le contexte de financement public, un traitement organisé de la faillite n'est pas envisageable car il impliquerait la faillite de l'institution publique concernée. Le premier tournant en matière de financement est l'essor de la finance privée qui accompagne le développement du commerce lointain des grandes cités-états italiennes (Gêne,

2 M. Vasseur, « l'ingénierie financière », Rev. Banque, 1990, n°501, p. 7.

3 « Le contrat est l'instrument indispensable des prévisions individuelles », J. Ghestin, « Le contrat en tant qu'échange économique », Revue d'économie industrielle, 2000, n°92, p. 81.

4 F.X. Lucas, « Les difficultés des LBO sont-elles solubles dans la sauvegarde ? », BJS., 2010, n° 3, p. 211.

5 A. Diesbecq et P. Roussel Galle, « La prévision et le droit des entreprises en difficulté », GP, 2010, n° 363-364, p. 8 et s.

Venise...)⁶ à partir de la fin du XIV^{ème} siècle. L'essor des cités-états s'accompagne d'un développement des instruments juridiques et financiers (notamment la comptabilité en partie double⁷, l'émergence des premières associations et sociétés...) susceptibles de favoriser le développement commercial et financier. L'émergence de ces premiers investissements privés majeurs s'accompagne des premières faillites retentissantes des marchands italiens aux XIV^{ème} et XV^{ème} siècle. Dès la fin XV^{ème} siècle, ces grandes cités-états développent le commerce et les grandes expéditions maritimes. Ces expéditions sont onéreuses et risquées. Les acteurs cherchent donc des outils permettant à la fois d'assurer leurs financements et la répartition du risque. Les associations de marchands se fédèrent autour de contrats (la *commenda*, la *collegentia venitienne* ou la *societas maris génoise*) par lesquels un commanditaire avance tout ou partie du capital requis pour financer l'expédition. En cas de perte, le commanditaire et le commandité assument chacun une part de la perte. Comme le rappelle un auteur « les expéditions commerciales recouraient aux bases du financement sur projet (...) de partage des risques, (...) de la constitution d'une structure délimitée dans le temps, et de recherche de fonds via des réseaux internationaux »⁸. Par ailleurs, ces grandes expéditions s'accompagnent d'un important développement territorial pour ces cités-états. Pour exploiter les ressources de ces nouveaux territoires, la république de Gène met en place les *Maones*. Ces associations étaient constituées dans « le but d'exploiter les ressources naturelles des territoires d'outre-mer (...) Chaque association (...) était spécialisée dans une activité précise qui lui était concédée, telle que l'exploitation de mines (...) ou de forêt »⁹. Les *Maones* présentent de nombreuses similarités avec les instruments de financements de projet modernes. On retrouve notamment la logique de spécialisation du véhicule qui est aujourd'hui l'un des critères de définition des entités *ad hoc*¹⁰. L'intensification du commerce s'accompagne d'un perfectionnement des techniques financières. Dès le XVII^{ème} siècle en Europe, les compagnies commerciales¹¹ remplacent les associations qui avaient jusque-là financé les coûteux armements de navires et le niveau de dettes de certaines de ces sociétés s'accroît. Ainsi, la Compagnie des Indes orientales hollandaise après avoir connu une période

6 D. de Gioffre, *Gène et les foires de change, de Lyon à Besançon*, 1995, éd. EHESS.

7 L. Pacioli publie en 1494 le premier traité de comptabilité (tractatus XI particularis de computibus et scripturis).

8 H. Martin-Sisteron, « Le montage de financement sur projet charia compliant », JSS, 2010, n°77, p.17.

9 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 533.

10 J.P Brunet et J Chameyrat, « Les techniques juridiques permettant le refinancement d'une dette LBO par voie de titrisation », RTDF, 2008, n° 2, p 71.

11 Parmi, les naissances les compagnies commerciales les plus emblématiques, on citera en 1600 la Compagnie britannique des Indes orientales, en 1606 la Virginia Company ou en 1606 la Virginia Company en 1664 la Compagnie des Indes orientales.

prospère durant le XVII^{ème} et XVIII^{ème} siècle finit par faire faillite. Cette faillite est marquante notamment en raison de la dette de la société au moment de sa défaillance (plus de cent millions de florins¹²). Le développement des grands projets s'accompagne d'un essor de l'endettement. Sur la question de l'endettement, le début du XIX^{ème} siècle marque un tournant avec le début de la révolution industrielle.

3. **L'influence de la révolution industrielle sur le financement de projet.** L'essor de l'industrie s'accompagne du développement des infrastructures. Les grands projets industriels autant que tous les projets issus de ces nouvelles grandes infrastructures constitueront un terreau fertile pour le financement de projets. Les premiers grands projets en matière d'infrastructure américaines (chemins de fer et canaux) sont publics¹³. Le développement de ces réseaux ou des projets industriels oblige cependant très vite à trouver d'autres sources de financements. Les financements privés d'infrastructures publiques constituent un élément déterminant du développement des réseaux ferrés¹⁴. En réponse à cette demande les premières banques d'investissements commencent à se structurer. Les premiers acteurs spécialisés dans ces financements apparaissent (Rothschild, Baring...). Afin de faciliter les levées de fonds, la notion de responsabilité limitée est introduite. Désormais un choix de structures juridiques permet de ventiler différemment le risque encouru par les actionnaires et les créanciers. Cette formule permet aux détenteurs d'actions de ne plus être solidairement ou conjointement responsables des dettes souscrites par l'entreprise. Le risque de pertes en cas de faillite du projet est donc en partie transféré de l'associé vers les créanciers qui ne pourront plus s'appuyer que sur les actifs de la société. Cette modification incite les créanciers à financer des actifs précis qu'ils pourront revendiquer en cas de défaillance de l'entreprise. Le développement du chemin de fer pose de nouvelles interrogations. Rapidement, la dette obligataire devient la première source de financement de l'infrastructure. En Angleterre, on tente d'éviter les déséquilibres trop importants entre fonds propres et emprunts. On cherche à limiter l'apparition de sociétés sous capitalisées. Les prêts aux sociétés de chemins de fer sont limités à une proportion d'un tiers du capital social de façon à assurer le remboursement des créanciers, sauf dans le cas d'une faillite complète. Les tentatives de création de ratios

12 F. Braudel, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme XV^{ème}-XVII^{ème}*, t. 3 *Le Temps du monde*, 1979, Armand Colin, p. 266.

13 Entre 1815 et 1860 environ trois quarts des 188 millions de dollars investis dans les canaux sont financés par des obligations d'états aux USA, voir en ce sens L. Belz et P. Spieser, *Histoire de la finance : Le temps, le calcul et les promesses*, 2007, éd. Vuibert.

14 L H Jenti, « Railroads as an economic force in american development », *Journal of economic history*, 1944, n°1, p.1 et s.

similaires aux Etats-Unis n'aboutiront pas. Les Etats-Unis préfèrent la méthode de la prise de garantie, l'hypothèque des chemins de fers financés est notamment l'une des figures juridiques les plus utilisées. A la fin du XIX^{ème} siècle, la dette globale des sociétés de chemins de fers (plus de 10 milliards de dollars) est garantie à 90 % via des hypothèques. Durant cette période le financement par la dette est largement prééminent dans le domaine du financement des chemins de fer (1 dollar de fonds propres pour 2 dollars de dette). L'accroissement du niveau d'endettement contribue largement aux cycles de faillites, observés chez les sociétés de chemins de fer. La baisse des résultats opérationnels durant la grande dépression de 1883 et l'important endettement des compagnies plongent rapidement les sociétés dans des situations délicates. A la fin du XIX^{ème} siècle, près d'un quart de la capitalisation globale de l'industrie ferroviaire est aux mains de sociétés sous procédures collectives¹⁵. Une situation qui présente des similarités avec la récente crise des entreprises sous LBO. Il est intéressant de constater que le droit américain des faillites a été amené à s'adapter pour faire face aux spécificités des financements obligataires utilisés dans le secteur ferroviaire. Chaque tronçon était à l'époque financé indépendamment par le biais d'une émission obligataire. En cas de difficultés financières de la ligne, les créanciers ne pouvaient en principe que réaliser le tronçon qu'ils avaient financé. Cette réponse n'était évidemment aucunement satisfaisante pour les créanciers, car un tronçon de ligne ne présente qu'une valeur faible. Il a donc été nécessaire pour les créanciers de trouver une solution permettant de réaliser l'actif tout en préservant l'activité de la ligne ferroviaire et son unité afin d'optimiser les chances des créanciers de recouvrer les sommes dues. Cette réponse avait pris la forme de l'*equity receivership*. Dans cette configuration, une Cour fédérale prenait le contrôle de l'ensemble de la ligne afin de procéder à une restructuration assurant un désintéressement optimal des créanciers¹⁶. La complexification des financements entraîne une adaptation du droit des procédures collective. Le développement de l'ingénierie financière profite à d'autres grands projets d'infrastructures. L'un des projets les plus caractéristiques de cet essor des financements obligataires est la construction du canal de Suez. La société en charge de la concession (la compagnie universelle du Canal de Suez) s'appuie sur une levée obligataire de 418 millions de Francs et 814 millions de Francs d'aide de l'état égyptien pour financer la réalisation du canal. Pour ces grands projets, on crée des sociétés ayant pour objet unique la

15 Parmi les défaillances les plus importantes on notera notamment celle de la Northern Pacific Railway, celle de la Union Pacific Railroad ou celle de la Topeka & Santa Fe Railroad.

16 R. Levin, « La restructuration d'entreprise dans le cadre du chapitre 11 du Code Américain des faillites », Cah. de dr. de l'entrep., 2009, n°5, p. 21 et s.

réalisation et l'exploitation des infrastructures concernées¹⁷. Ces structures présentent d'importantes similarités avec les entités ad hoc (ou *Special Purpose Vehicle*) actuellement utilisées en matière de financement de projets ou de financements d'acquisitions. On retrouve en matière de financement de projets fluviaux à nouveau les liens étroits entre grands financements de projets et faillites. En effet, l'autre grand projet fluvial de l'époque, celui de la construction du canal de Panama s'est soldé par l'une des faillites les plus importantes de l'époque¹⁸. Lorsque Gustave Eiffel participe à la construction des écluses du canal de Panama, il est déjà familier de l'ingénierie financière (création de structures dédiées, limitation des recours, niveau de dette important...) qui accompagne désormais la plupart des grands projets. En effet, l'utilisation de ces techniques commence à se répandre en France. Certains projets particulièrement emblématiques de la France comme la Tour Eiffel s'appuient sur ces formes innovantes de financement.

4. L'essor des financements structurés modernes en France : de la tour Eiffel à Eurodisney. Le symbole de la France, la tour Eiffel, est le fruit d'un montage financier innovant. On retrouve dans ce montage les grands traits du financement de projets moderne¹⁹. En premier lieu, le projet est isolé du reste de la société Eiffel dans une société *ad hoc* appelée la société de la tour Eiffel (STE) qui conservera l'actif pendant la période de la construction. La tour Eiffel devait ensuite être transférée à une autre entité en charge de la concession. Par ailleurs, le risque est supporté par l'entité la plus apte à le maîtriser. L'ensemble des risques du chantier était supporté par la société en charge de la construction du projet²⁰. La subvention versée par l'Etat ne représente qu'une part minoritaire du financement du projet. La part la plus importante du financement provient de l'émission d'actions souscrites pour 60% par des actionnaires classiques et pour 40% par trois banques. Ces actions sont rachetées progressivement grâce à la trésorerie issue du projet durant la période de la concession. Enfin

17 L'article 2 des statuts précise également que la Compagnie Universelle du Canal Maritime de Suez a pour objet : « la construction d'un canal maritime de grande navigation entre la mer Rouge et la Méditerranée, de Suez au golfe de Péluze ; la construction d'un canal de navigation fluviale et d'irrigation joignant le Nil au canal maritime, du Caire au Lac Timsah ; la construction de deux canaux de dérivation se détachant du précédent en amont de son débouché dans le Lac Timsah et amenant ses eaux dans les deux directions de Suez et de Péluze ; l'exploitation des dits canaux et des entreprises diverses qui s'y rattachent et l'exploitation des travaux concédés.

18 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 534.

19 M. Lyonnet du Moutier, *L'aventure de la tour Eiffel: réalisation et financement*, 2009, publ. de la Sorbonne, p.148.

20 Une répartition du risque loin d'être anodine, puisque d'importants surcoûts apparus dans le cadre de la construction ont dû être pris en charge par Gustave Eiffel. Ces erreurs d'estimations sont sans doute en partie liées au temps réduit pour formuler l'offre sur la Tour Eiffel.

dans le cadre d'un schéma classique de BOT²¹, la Ville de Paris a récupéré le monument à la fin de la concession²². L'ensemble de ces éléments démontre que dès le XIX^{ème} siècle, les grands projets s'accompagnent de financements sophistiqués. Comme le souligne un auteur « le financement de projets est souvent présenté comme une technique récente, d'origine anglo-saxonne, développée au cours de deuxième moitié du XX^{ème} siècle. En réalité, (...) ces derniers ont été pratiqués sous des formes proches, il y a plusieurs siècles déjà »²³. Si les financements complexes ne sont pas nés durant le XX^{ème} siècle, il semble en revanche indiscutable que ces financements structurés ont connu un essor exponentiel durant cette période. Ces financements initialement utilisés principalement pour des infrastructures de transport se répandent dans d'autres secteurs comme celui de l'énergie²⁴ ou dans les télécommunications. Cet essor a touché des secteurs plus surprenants comme celui du divertissement. La construction du parc Disneyland Paris²⁵ est le fruit d'un financement de projets. La première phase de développement du site s'est déroulée en trois étapes distinctes. Lors de la phase IA, la société Euro Disneyland S.N.C. (une SNC utilisée comme véhicule de financement pour la construction du parc) a signé en 1989 avec la Caisse des Dépôts et Consignations des contrats permettant l'obtention de prêts ordinaires et participatifs (740 millions d'euros) ainsi qu'une convention de crédit syndiqué (1 075 millions d'euros). Une fois le parc achevé, la société de financement a mis le parc à la disposition de la société d'exploitation via un crédit-bail pour une durée envisagée de 20 ans. Pour la phase IB, six sociétés *ad hoc* ont été créées pour les besoins de financement de cinq hôtels à thèmes et du Disney Village. Enfin la Phase IC a permis d'accroître l'offre du Parc Disneyland, avec la construction et l'ouverture de diverses attractions. En 1999, le groupe a obtenu l'accord pour le financement de la construction du Parc Walt Disney Studios (phase II). Cette phase II a été financée par une augmentation de capital de 219,5 millions d'euros, et par un nouvel emprunt subordonné de la Caisse des Dépôts et Consignations (381,1 millions d'euros).

21 Cette appellation fait référence aux principales étapes de cette forme de financement (Build–operate–transfer).

22 L'article 11 de la convention passée le 8 janvier 1887 entre l'état, la ville de Paris et Gustave Eiffel prévoyait qu'« après l'Exposition (...), la ville deviendra propriétaire de la tour (...); mais M. Eiffel, comme complément du prix des travaux, en conservera la jouissance jusqu'à l'expiration des vingt années qui compteront à compter du 1er janvier 1890, délai au bout duquel cette jouissance fera retour à la Ville de Paris ».

23 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 533.

24 Le choc pétrolier de 1973 va favoriser l'essor et la généralisation des financements structurés notamment dans le secteur énergétique. Cette période est notamment marquée en matière de projet pétroliers par l'essor d'un mode de financement appelé EOFS (Early Oil Field Finance System). Ces structures permettent de répartir le risque entre les différents acteurs. Voir notamment sur cette question Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 534.

25 L'ensemble détaillant les grandes phases du financement du projet sont issus des publications financières d'Euro Disney S.C.A (publications réalisées entre 1989 et 2014).

Comme nous l'avons déjà évoqué les financements structurés en raison de leurs durées et des niveaux importants de dettes sont souvent confrontés à des restructurations. Le projet Disneyland n'échappe pas à la règle, les difficultés opérationnelles rencontrées ont entraîné deux restructurations financières en 1994²⁶ et en 2005²⁷, ainsi qu'une opération de refinancement en 2012. Le cas du financement de Disneyland n'est pas un cas isolé. Des schémas de financements complexes ont été développés dans le cadre de nombreux ouvrages français comme le Viaduc de Millau²⁸ ou le tunnel sous la manche. En plus du financement de projets, un phénomène nouveau est apparu dans les 1970 aux Etats-Unis : celui du LBO²⁹.

5. L'utilisation des financements structurés dans le cadre des financements d'acquisitions. Le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou *Leveraged Buy-Out* (LBO), est « l'acquisition du contrôle d'une société par un ou plusieurs fonds d'investissement spécialisés, financés majoritairement par endettement »³⁰. Pour illustrer le potentiel presque infini de l'effet de levier mécanique, Archimède aurait affirmé « Donnez-moi un point d'appui, et un levier, je soulèverai le monde ». Si la paternité de cette citation est aujourd'hui discutée, l'affirmation reste valable et transposable à l'effet de levier financier. L'un des exemples de l'important potentiel offert par le LBO est le rachat en 1982 aux Etats-Unis de l'entreprise Gibson Greetings, spécialisée dans la production de faire-part. Ce rachat réalisé pour 80 millions de dollars avait été financé avec uniquement 1 million de dollars de fonds propres. Plus d'un an après l'acquisition, la société fut introduite en Bourse pour une valorisation de 290 millions de dollars³¹. Fort de ce potentiel, ce marché a connu un essor rapide aux Etats-Unis et en Asie. Ce développement touche la France dès le début des années 1990. La croissance exponentielle du marché du LBO suscite à cette période l'inquiétude des parlementaires³². Comme en matière de financement de projets, on retrouve les liens étroits

26 La restructuration financière de 1994 comprenait principalement des concessions et des financements de la part de chacun des Prêteurs et de The Walt Disney Company, le remboursement anticipé de certains emprunts du Groupe et des Sociétés de Financement de la Phase I grâce aux fonds provenant d'une augmentation de capital.

27 Les principaux éléments de la restructuration de 2005 étaient une augmentation de capital, une nouvelle ligne de crédit réutilisable octroyée par The Walt Disney Company, le report du remboursement d'une partie de la dette du Groupe, des redevances de licence et de la rémunération du Gérant dues à The Walt Disney Company et l'obtention des autorisations des banques pour la mise en place d'un plan de développement de nouvelles attractions.

28 M. Lyonnet du Moutier, *L'aventure de la tour Eiffel: réalisation et financement*, 2009, public. de la Sorbonne, p.153.

29 R. Mortier, H. Hovasse et D. Marcheteau, «Les LBO (leverage buy out) », actes pratiques et ing. soc, 2008, n° 98, p. 3.

30 P. Quiry et Y. Le Fur, *Vernimmen*, 15^{ème} éd, 2017, éd. Dalloz, p. 1015.

31 P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2010, 5^{ème} ed., Wiley, p. 321; J. L. Teall, *Governance and the Market for Corporate Control*, 2014, ed. Routledge, p. 175.

32 A. Bocquet, « Rapport tendant à la création d'une commission d'enquête sur la place et le rôle des fonds

entre ces financements complexes et le droit des entreprises en difficultés. Le succès d'un financement d'acquisition est lié à la capacité de la société à générer une trésorerie suffisante pour servir à la fois les prêteurs et les actionnaires. Dans de nombreux cas, le service de la dette et la rémunération des capitaux propres n'est envisageable que si les objectifs fixés dans le cadre du plan d'affaire sont atteints. La dette est calibrée en fonction du cash-flow disponible pour son service et les prévisions ambitieuses des acteurs peuvent encourager l'endettement excessif des sociétés sous LBO. Les crises ont parfois empêché la réalisation de plans d'affaires trop optimistes. Les conséquences de la non réalisation du plan d'affaire sont plus graves lorsque l'acquisition a été financée principalement via la dette. En cas de sous performance, les sociétés sous LBO ne sont souvent pas en mesure de rembourser les importantes dettes souscrites lors de leurs acquisitions. Selon le professeur LE CANNU « la « financiarisation » des activités s'est (...) accentuée (...), les montages comme les LBO (...) dont le but est de faire payer à la cible le prix de son acquisition. Ce qui apparaît comme une prise de risque maîtrisée dans un contexte de croissance peut engendrer des défaillances en cascade dans un contexte moins porteur »³³. Le marché du LBO a connu trois crises majeures 1990³⁴, de 2001 à 2003 et de 2008 à 2009³⁵. La crise de 2009 a été marquée par d'importantes restructurations pour les LBO³⁶ comme pour l'ensemble des catégories de financements structurés³⁷. Comme le constatait un praticien, « depuis octobre 2008, la crise financière est devenue crise économique. Les sociétés largement dépendantes des crédits bancaires sont affectées (...), mais également des groupes (...) profitables, vulnérables du fait de leurs structures financières. (...), appelés par commodité les sociétés sous LBO (*leveraged buy-out*). »³⁸. Ce rapide aperçu historique permet aussi d'isoler certains traits communs aux financements structurés.

d'investissement dans l'économie, sur leurs méthodes d'acquisition d'entreprises par effet de levier appelées LBO, sur les conséquences de telles pratiques pour l'emploi, les salaires et les conditions de travail », 2007, Rapport de l'AN n° 3590.

33 P. Le Cannu, Rép. Soc, Entreprises en difficulté - Avant-propos, février 2008, p. 1.

34 « Une (...) phase durant laquelle il fallut affronter la crise économique (1991 – 1993) », X. Thoumieux, *Le LBO : Acquérir une entreprise par effets de levier*, 1996, Economica, p.6.

35 P. Quiry et Y. Le Fur, *Vernimmen*, 15^{ème} éd, 2017, ed. Dalloz, p. 1029.

36 Sans prétendre à l'exhaustivité, il est possible de citer quelques exemples notamment ceux des groupes Autodistribution, Monier, Retif, CPI ou SGD.

37 Certains financements d'actifs ont eux aussi été au cœur de restructuration durant cette période. Le cas de cœur défense est sans doute le plus emblématique. Voir en ce sens « A. L'éligibilité à la procédure collective de la structure de financement sociétaire » notamment « L'éligibilité de la structure de financement sociétaire aux procédures collectives : l'affaire "Cœur Défense" », p. 163.

38 H. Bourbouloux, « Nouveau contexte, nouveaux débiteurs », BJE, 2012, n° 5, p. 314 et s.

6. **Les techniques classiques en matière de financement structurés.** Les financements structurés sont des financements sur-mesure par opposition au prêt-à-porter que constituent les concours bancaires standardisés³⁹. Mais la complexité inhérente aux financements structurés et la nécessité d'adapter le financement au projet n'empêche pas une forme de standardisation des pratiques. La construction de la Tour Eiffel comme celle du Viaduc de Millau s'appuient sur des *entités ad hoc* et une limitation des recours. On retrouve dans le cadre du financement du parc Disneyland, comme dans de nombreux financements d'acquisitions, la mise en place de financements subordonnés. Les financements structurés sont des financements à valeur ajoutée⁴⁰ destinés à répondre aux besoins spécifiques de certains projets ou de certaines acquisitions. Comme le relève un praticien « l'attribution de la qualification de financement structuré à un financement requiert l'identification de la présence de certains éléments structurants générateurs de cette (...) valeur ajoutée. Ces (...) éléments structurants tels que les notions de renonciation à recours ou de recours limité, de subordination juridique ou structurelle, d'entité ad hoc regroupant les principaux acteurs des opérations (...). Bien qu'il existe des instruments communs à la plupart des financements structurés, cette notion ne peut pas être caractérisée uniquement par ces instruments juridiques. »⁴¹. En effet, les financements structurés sont nés de la pratique financière, et sont avant tout une notion fonctionnelle.

7. **Les financements structurés : une notion fonctionnelle tournée vers la procédure collective.** Le Doyen VEDEL distingue deux types de notions : les notions conceptuelles qui peuvent recevoir « une définition complète selon des critères logiques habituels et leur contenu est abstraitement déterminé une fois pour toutes (...). Les notions fonctionnelles au contraire sont différemment construites, elles procèdent directement d'une fonction qui leur confère seule une véritable unité »⁴². La notion de financements structurés trouve son unité dans les objectifs qui lui sont assignés plus que dans les instruments juridiques sur lesquels les financements structurés reposent. Les objectifs des financements structurés sont principalement tournés vers la procédure collective. Il est certes possible de mettre en place des financements structurés pour d'autres raisons notamment comptables ou fiscales⁴³, mais

39 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

40 B. Pérignon, « Financements structurés : la valeur ajoutée au service des clients », MTF Agefi, 1998, n° 95, p. 11 et s.

41 Z. Sekfali, « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises », RDBF, 2008, n° 3, p. 57 et s.

42 G. Vedel, « de l'arrêt Septfonds à l'arrêt Barinstein », JCP, 1948, I, p. 682 et s.

43 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p.

les créanciers ont toujours au cœur de leurs préoccupations le risque du défaut de paiement. Le traitement de leurs créances en cas de défaillance du débiteur constitue donc naturellement une question clef pour les financeurs. Cette étude sera axée autour de l'influence qu'entendent avoir les créanciers issus des financements structurés sur la procédure collective. Cette influence est particulièrement marquée durant les deux moments clefs des procédures collectives : la saisie collective et les répartitions subséquentes.

8. **L'influence des financements structurés durant la saisie collective.** Les procédures collectives sont caractérisées par leur effet réel⁴⁴. Selon un auteur « l'effet réel de la procédure collective peut être défini comme l'effet de saisie des biens du débiteur par la collectivité de ses créanciers de la procédure collective »⁴⁵. On peut donc isoler deux aspects clefs de la procédure collective : son aspect universel (la procédure a vocation à capter l'ensemble des biens du débiteur) et son aspect collectif (cette saisie est réalisée au profit de la collectivité de ses créanciers). Mais comme l'affirme un praticien, « l'un des grands principes de la finance structurée est d'isoler le financement (et surtout l'objet financé) des effets de la faillite de l'entreprise ayant recours à un tel financement. »⁴⁶. La procédure collective a vocation à capter l'ensemble des biens du débiteur. Dans ce contexte, la multiplication des entités *ad hocs* isolant des actifs dans des patrimoines hors de portée de la procédure collective perturbe cet aspect fondamental de la procédure collective. Par ailleurs, en raison de son aspect collectif, la procédure collective a vocation à réunir l'ensemble des créanciers. Lorsque certains créanciers renoncent dans le cadre de clauses à participer au concours ou à certains recours contre le débiteur, cela influence nécessairement ce caractère collectif de la procédure collective. L'influence des financements structurés ne se limite pas à la phase de saisie de l'actif ou à celle de définition du passif, elle constitue un élément perturbateur durant la phase des répartitions.

9. **L'influence des financements structurés durant la répartition.** Dans cette seconde phase de répartition, la procédure collective définit l'ordre des répartitions entre les créanciers du produit de la saisie. La procédure collective est parfois qualifiée de procédure d'ordre. Elle définit le rang de chacun des créanciers dans le cadre de la distribution des sommes provenant

131 et s.

44 Cass. com., 16 mars 2010, n° 08-13147 ; note L. Antonini-Cochin, GP, juillet 2010, n°183-184, p. 13.

45 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse I, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise.

46 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

de la vente des actifs du débiteur. Le rôle de la procédure collective est donc proche de celui de certaines formes de financements structurés notamment ceux dont l'objectif est la mise en place d'une subordination. Selon un auteur, la subordination issue des procédures collectives est une forme de subordination ignorée⁴⁷ comparable à celle issue des financements structurés. La recherche d'effets spécifiques permet d'établir au sein des financements structurés le dernier élément caractéristique des montages.

10. **Les financements structurés : une forme de montage.** Le professeur DOM propose la définition suivante « le montage est l'action de mettre ensemble, selon des techniques propres, des éléments épars et variés afin de faire produire à leur combinaison un effet particulier spécialement recherché »⁴⁸. Le professeur PORACCHIA complète en affirmant qu'un montage est un assemblage d'éléments juridiques ou financiers dont le but est de réaliser une opération économique⁴⁹. Cette idée est reprise par un auteur qui définit les montages comme « l'articulation d'un ensemble d'actes ou d'opérations en vue d'une finalité propre, une combinaison finalisée d'actes juridiques »⁵⁰. On retrouve enfin ces deux éléments dans la définition du professeur COHEN qui affirme que « le montage est la coordination d'opérations souvent matériellement distinctes mais conçues et organisées intellectuellement dans une même finalité »⁵¹. Le professeur MOULIN résume ces différentes propositions grâce à trois éléments clefs que nous retrouverons tout au long de cette étude :

- la recherche d'un effet spécifique;
- la multiplicité des outils juridiques retenus ;
- un principe commun permettant d'organiser l'association de ces éléments⁵² .

Le premier critère permettant de caractériser un montage est la recherche d'un effet spécifique. Il semble donc nécessaire pour pouvoir structurer une analyse de ces montages de les confronter à leurs objectifs communs. Les financements structurés sont des montages dont l'objectif principal est de financer des actifs, des projets ou des sociétés. Les financements sont articulés autour d'un objectif commun : prévoir les risques et organiser les relations entre le débiteur et les créanciers. Il est important, pour comprendre le recours aux multiples techniques juridiques, de saisir leur objectif commun : la modulation du risque de crédit. Par

47A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 142 et s.

48 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

49 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille 1998, préf. de J. Mestre, PUAM, p. 2 et s.

50 D. Gallois-Cochet, « Les montages en droit des sociétés », *Rev. des contrats*, juillet 2007, n° 3, p. 1022 et s.

51 D. Cohen, « La légitimité des montages en droit des sociétés », *Mélanges Terré*, 1999, D., p. 261.

52 J.-M. Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », *RPC*, 2013, n° 3, p. 50 et s.

ailleurs, ces financements s'appuient sur des structures juridiques complexes (ex : entités *ad hoc*, clause de renonciation ou de subordination...) combinant de multiples contrats, actes juridiques et s'appuyant parfois sur des régimes légaux spécifiques dans le cadre d'une stratégie visant à échapper aux contraintes nées de la procédure collective. On retrouve donc au cœur de la définition des financements structurés les trois éléments : la multiplicité des outils juridiques retenus comme supports des financements, un principe commun permettant d'organiser l'association de ces éléments et la recherche d'un effet spécifique. Ces trois éléments sont les marqueurs des montages⁵³. Comme le rappelle le professeur PEROCHON « ces montages s'épanouissent (...) lorsque l'ordre public a le bon goût de reculer quelque peu »⁵⁴. Il peut donc sembler surprenant d'imaginer que les financements structurés s'appuyant largement sur l'ingénierie contractuelle ne plient pas face à la procédure collective largement construite autour de règles impératives.

11. La résistance des montages contractuels face à l'ordre public des procédures collectives. Les dernières réformes en matière de procédures collectives sont marquées par un recul de l'ordre public au profit d'une forme de contractualisation de la procédure⁵⁵. Comme en atteste la récente « prise en compte des accords de subordination » dans le cadre des plans arrêtés par des comités. Ce mouvement est d'ailleurs amplifié par la multiplication des montages dans le cadre de financements complexes. Certains praticiens considèrent d'ailleurs que « la contractualisation des procédures n'existe et n'a vocation à s'accroître que parce qu'elle est le corollaire de la sophistication de la dette »⁵⁶. Ce recul permet certes aux financements structurés d'avoir une influence croissante sur le régime des procédures collectives. Néanmoins malgré ces avancées ponctuelles, la procédure collective reste largement marquée par l'ordre public et continue d'entraîner de multiples altérations du droit des contrats et des droits des créanciers. Pourtant, comme le souligne un praticien, « une des caractéristiques essentielles de la finance structurée est de faire appel à des techniques juridiques qui permettent (...) de faire face à la faillite de l'entreprise financée »⁵⁷. On peut

53 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

54 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, 2013, n° 3, p. 84 et s.

55 « Le droit des entreprises en difficulté est traditionnellement conçu comme un droit d'ordre public mais avec les réformes successives (...), on voit que s'accélère une évolution en faveur d'une perspective (...) plus contractuelle et volontariste de ce droit. », M. Menjucq, « La contractualisation du droit des entreprises en difficulté », RPC, 2015, n° 3, p. 1.

56 N. Morelli, « La contractualisation du droit des entreprises en difficulté », RPC, 2015, n° 3, p. 1.

57 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

donc légitimement s'interroger sur l'efficacité inattendue de ces montages, y compris dans un contexte de procédure collective. Cette efficacité est largement liée à une stratégie des financements structurés.

12. **Le *modus operandi* des financements structurés.** Face au caractère d'ordre public de la procédure collective, le nombre de stratégies permettant d'assurer l'efficacité des financements structurés en cas de restructuration est limité. Les montages pourront s'appuyer sur deux méthodes :

- Ces montages pourront s'appuyer sur des textes dérogatoires. Ces mécanismes légaux permettant d'échapper au régime classique du titre VI du Code de commerce. Il existe pour cela deux possibilités :
 - s'appuyer sur un texte français définissant un régime spécifique en cas de procédure collective. La règle spécifique permettra alors d'échapper au régime général de la procédure collective.
 - s'appuyer sur une norme européenne ou internationale qui, en vertu de la hiérarchie des normes, prime sur le droit français.
- Ces montages pourront s'appuyer sur les limites des procédures collectives pour éviter les effets de la faillite. Le professeur MOULIN présente le montage comme « un agencement d'actes (...) permettant (...) d'esquiver, dans une stratégie d'évitement, les effets juridiques qui auraient pu se produire (...) »⁵⁸. Dans de nombreuses configurations, les montages issus des financements structurés adoptent une stratégie d'évitement pour échapper aux effets de la procédure collective. En effet, comme le souligne le professeur GUYON, « le droit des procédures collectives est (...) comparable à l'état d'urgence, qui suspend l'application des lois habituelles »⁵⁹. Ce droit déroge au droit commun en altérant les droits des créanciers, les contrats et les sûretés. Pour éviter que ce droit d'exception ne devienne le droit commun, son périmètre d'application est strictement encadré. Les financements structurés tentent de tirer profit de ces limites qu'elles soient réelles, territoriales, ou temporelles.

58 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

59 Y. Guyon, « Le droit des contrats à l'épreuve du droit des procédures collectives », mélange J. Ghestin, 2001, LGDJ, p. 405.

13. **Les financements structurés : un montage perturbant les fondements de la procédure collective.** Les financements structurés semblent se construire comme des instruments de neutralisation de la procédure collective. Ces montages ont vocation à influencer tant la saisie collective que les répartitions qui en découlent (**première partie**). Les financements étant structurés comme des instruments de neutralisation de la procédure collective, une concurrence entre les deux systèmes semble inévitable. Comme le souligne le professeur MOULIN « un montage juridique ne vaut rien s'il ne sait résister (...) aux crises (...). Le droit des procédures collectives revêt dans cette perspective le masque de l'épreuve sismique »⁶⁰. Cette question semble d'autant plus importante face à des montages ayant l'ambition de neutraliser certaines règles issues du droit des procédures collectives. L'utilisation des limites du droit des procédures collectives ou de régimes spécifiques sera-t-elle suffisante pour échapper aux contraintes des procédures collectives ? Cette question se posera tant durant la phase de saisie collective que durant celle des répartitions. Il conviendra donc d'étudier la résistance des financements structurés face à l'épreuve de la procédure collective (**deuxième partie**).

60 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

PREMIÈRE PARTIE

LA STRUCTURATION DES FINANCEMENTS : INSTRUMENT DE NEUTRALISATION DE LA PROCEDURE COLLECTIVE

14. **La structure de financement : instrument de neutralisation de la saisie collective et de la répartition.** L'influence des procédures collectives sur le droit du financement n'est pas une nouveauté. Le professeur DERRIDA affirmait déjà que l'influence décisive qu'avait le droit des procédures collectives sur le droit du crédit était une telle évidence « qu'il peut paraître vain sinon inconvenant d'en disserter »⁶¹. Néanmoins force est de constater que le phénomène tend à s'accroître avec l'émergence des financements dits « structurés ». La complexité des structures de financement trouve le plus souvent sa justification dans la crainte de l'ouverture d'une procédure collective. La structure de financement devient alors un instrument permettant de répartir conventionnellement le risque entre les créanciers. La procédure collective s'articule en deux étapes. En premier lieu la saisie collective, puis en second lieu la répartition des fruits de cette saisie. A chacune de ces étapes, les praticiens ont tenté de modifier les règles du jeu établies par le droit des procédures collective afin d'en tirer profit⁶². En observant les structures de financement à travers le prisme du droit des procédures collectives, on constate donc l'émergence de deux grandes catégories. L'objectif du premier type de structure de financement est de fragiliser la saisie collective (titre 1). Le second type de structure a pour objectif de perturber l'ordre de répartition classique des procédures collectives en créant une contre-préférence faisant apparaître des créanciers « juniors » (titre 2).

61 F. Derrida, « Le crédit et le droit des procédures collectives », mélange Rodiere, 1981, Dalloz, p. 67.

62 Voir en ce sens le « Titre 2 le montage : un antidote à l'ordre public gouvernant la répartition », p. 100.

TITRE 1

LE MONTAGE : UN ANTIDOTE A LA SAISIE COLLECTIVE

15. **La structure de financement perturbant la saisie collective et les principes fondamentaux de la procédure collective.** Un auteur souligne que « le premier réflexe de la finance structurée est (...) de protéger les droits dont (les créanciers) disposent à l'encontre de l'entreprise défaillante ainsi que ceux qu'ils détiennent sur l'objet éventuel du financement en les mettant « à l'abri » des conséquences d'une telle faillite »⁶³. La formule d'un praticien américain résume parfaitement l'état d'esprit qui anime le créancier issu des financements structurés: « je pensais avoir mis (cet actif) à un endroit où vous ne pourriez pas l'atteindre »⁶⁴. Les créanciers cherchent dans les financements structurés un montage innovant leur permettant d'échapper à la saisie collective (Chapitre 1). Les financements altérant la saisie collective permettent à certains créanciers d'échapper aux affres de la procédure collective et de se soustraire à certaines de ses règles. Le créancier cherche à sortir du périmètre d'attraction de la procédure. Le créancier hors de la procédure collective peut être défini comme « celui qui est capable de se soustraire à certaines règles de la procédure collective »⁶⁵. Les financements structurés entrent donc, ipso facto, en concurrence directe avec le « droit des faillites » et semblent par certains aspects, difficilement compatibles avec les grands principes du droit des procédures collectives (Chapitre 2).

63 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

64 S. H. Case, « I Thought I Put That Where You Couldn't Reach It: Bankruptcy-Remote Entities, Special-Purpose Vehicles and Other Securitization Issues », 2003, Practising Law Institute Commercial Law and Practice, n°840, p. 66.

65 M. Laugier, *Les créanciers « hors procédure » ou la fuite des créanciers devant la discipline collective*, Thèse de l'Univ. Lille 2, 2002, p. 14.

Chapitre 1

Les financements structurés : un montage fragilisant la saisie collective via une méthode originale

16. **La mise en place de montages innovants fragilisant la saisie collective.** La procédure collective est « la saisie de la collectivité des biens (aspect universel de la procédure collective) du débiteur par la collectivité des créanciers (aspect collectif *stricto sensu*) »⁶⁶. Les financements structurés entendent redécouper l'actif et le passif de façon à favoriser les créanciers qui les mettent en place. Les financements structurés sont un outil d'altération de la saisie collective (section 1) qui permettra à la fois de modifier le périmètre des actifs et le passif soumis à la procédure collective. Pour moduler le risque de crédit, les praticiens s'appuient sur des montages originaux plutôt que de recourir à des instruments traditionnels de la gestion du risque comme les sûretés (section 2).

Section 1. Les financements structurés : un montage perturbant les fondements de la procédure collective

17. **La mise en place de stratégies efficaces d'altération de la saisie collective.** Les financements structurés altèrent la saisie collective (1§). Si, comme le rappelle un auteur « les montages s'épanouissent (...) lorsque l'ordre public a le bon goût de reculer quelque peu »⁶⁷, on peut s'interroger sur l'efficacité des montages contractuels face à l'ordre public des procédures collectives. En effet, de prime abord, il peut sembler surprenant que les financements structurés s'appuyant largement sur l'ingénierie contractuelle, ne plient pas face à la procédure collective largement construite autour de règles impératives. Pourtant, il semble que ces mécanismes conservent souvent leur efficacité, y compris durant les procédures collectives. L'efficacité des financements structurés est liée à des stratégies

66 « L'affectation de tous les biens du débiteur à la satisfaction de tous les créanciers M. Vasseur *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 13; « une procédure collective continue à être une saisie collective », P-M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.65.

67 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, 2013, n° 3, p. 84 et s.

juridiques exploitant à la fois l'ensemble des dérogations légales au titre VI du code de commerce et les limites de la procédure collective (2§).

1§. Les financements structurés : un outil d'altération de la saisie collective

18. Le montage : un élément perturbant la saisie des actifs et la définition du passif.

Les instruments juridiques retenus en matière de financements structurés peuvent être protéiformes. Comme le relève un praticien « la finance structurée englobe une multitude d'instruments juridiques et financiers (...). Certains de ces instruments emportent des effets économiques similaires, seule leur forme juridique étant différente »⁶⁸. Comme nous l'avons vu, pour répartir « équitablement » la pénurie, le droit des procédures collectives dresse un double inventaire : celui de l'actif du débiteur et de son passif. Ce n'est qu'une fois établi ce double inventaire que le droit des faillites cristallise ces deux ensembles pour procéder aux répartitions. Comme nous allons le voir, les praticiens ont cherché à mettre en place des structures permettant à la fois de modifier l'actif soumis à la procédure (A) et certains passifs (B).

A. Un outil de modification de l'actif : les entités *ad hoc*

19. La mise en place d'un nouveau périmètre des actifs appréhendés par la

procédure collective dans le cadre des financements structurés. La pratique anglo-saxonne considère les financements structurés comme un moyen d'allouer les biens en cas de procédure collective. Dans le cadre de ces financements structurés, il existe donc un risque d'appropriation des biens de la procédure. La doctrine anglaise l'affirme sans détour : « idéalement les garanties devraient couvrir tous les biens du projet »⁶⁹. Or, comme l'affirme le professeur MACORIG-VENIER⁷⁰, ces mêmes biens du débiteur « sont la cour à l'intérieur de laquelle s'applique le droit des entreprises en difficultés. ». La confrontation entre procédure collective et financements structurés semble donc inévitable.

Comme le rappelle le professeur LUCAS « la procédure collective est l'occasion de redessiner le gage commun des créanciers (...) en retranchant les biens devant être distraits de

68 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

69 P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed 2007, Sweet et Maxwell, p. 84.

70 F. Macorig-venier, « L'exclusivité », LPA, 2011, n°30, p. 59.

cette saisie globale »⁷¹. Les financements structurés permettent à des créanciers de capter certains actifs. Par définition, tous les biens captés par les créanciers issus des financements structurés seront soustraits aux autres créanciers de la procédure collective. Le conflit entre financements structurés et procédure collective semble donc inévitable. Cette captation d'actif s'appuie le plus souvent sur la mise en place d'un véhicule financier spécifique permettant d'isoler l'actif du reste du patrimoine du débiteur.

20. **Les principaux schémas utilisés par les financements structurés.** Il existe deux schémas envisageables aboutissant à isoler l'actif du patrimoine du débiteur. La première possibilité consiste à transférer le bien dans le patrimoine du créancier. Le bien n'intégrera pas le patrimoine du débiteur (ou uniquement au terme du crédit). Cette solution est notamment celle utilisée dans le cas d'un recours au crédit-bail. Le bien intègre *ab initio* le patrimoine du financeur. Le montage s'appuiera sur la qualité de propriétaire pour renforcer celle de créancier. La diversité des biens que l'on peut envisager de financer via un crédit-bail est importante. On citera, sans prétendre à l'exhaustivité, les financements maritimes⁷², les financements aériens⁷³, les financements spatiaux⁷⁴, les financements de matériel roulant ferroviaire ou énergétique. Le régime juridique de l'actif sous-jacent influencera souvent l'opération de crédit-bail. Si le crédit-bail constitue indiscutablement l'un des outils classiques des financements structurés⁷⁵, les développements sur ce thème dans le cadre de la présente étude sont limités en raison du caractère relativement balisé du régime de cet outil. Les praticiens recourant à ses mécanismes bénéficient aujourd'hui d'un environnement relativement sécurisé grâce aux nombreuses règles légales mise en place au fil du temps par le législateur⁷⁶.

21. **La mise en place d'un véhicule financier.** La seconde configuration bénéficie d'un encadrement légal plus réduit. Cette seconde possibilité consiste à transférer le bien dans un patrimoine tiers indépendant de celui du débiteur et du créancier afin de le préserver de la

71 FX Lucas, *Manuel de droit de la faillite*, 1^{er} éd, 2016, PUF, Droit fondamental, p. 164.

72 « Les banques vont souvent s'orienter vers le crédit-bail ou leasing qui assurera aux financeurs la propriété de l'actif financé. », C. Chassol et A. de Roulhac, « Les financements maritimes », RDBF, 2010, n°6, p. 140.

73 « Classiquement, les financements aériens (...) sont structurés sous la forme d'une opération de crédit-bail » V. Westcott, « Les financements aériens », RDBF, 2010, n°6, p. 131 et s.

74 « Il est difficile de parler (...) de financement d'actif pour les satellites. Le crédit-bail s'est assez peu développé à l'exception de montages fiscaux américains structurés ». M. Borello et M. Leimbach, « Les financements de satellites », RDBF, 2010, n°6, p. 135 et s.

75 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 311.

76 On citera à titre d'exemple C.com. art. L.622-7 permettant le paiement des créances antérieures pour lever l'option ou C.com. art. L.642-7 en cas de cession.

procédure collective. Le transfert de propriété peut intervenir lors de l'acquisition du bien ou au cours de la vie de l'actif. Le levier sous-jacent à l'opération est la propriété⁷⁷. En effet, le SPV devra, à terme, via une « cession véritable » (ou « true sale »), s'approprier le bien. On parle alors de montage structurel. Comme le souligne un auteur « les concepteurs des montages structurels visent la multiplication des personnes morales en les agençant savamment dans le but d'une optimisation »⁷⁸. Cette configuration permet la mise en place d'un plan de financement équilibré isolé du reste du patrimoine du débiteur.

22. L'intérêt de la mise en place d'un véhicule financier : la mise en place d'un plan de financement équilibré isolé du reste de l'actif. Les financements structurés s'appuient sur des groupes de sociétés composés de holding et de sociétés opérationnelles. On retrouve cette structure tant en matière de LBO avec un groupe composé d'une holding d'acquisition et d'une société opérationnelle qu'en matière de financement de projet avec un groupe composé d'une société de financement et d'une société de projet. Cette structure permet d'exploiter la faculté offerte dans le cadre des groupes de sociétés de « cloisonner les risques »⁷⁹. L'un des principes de base du financement de projet et des financements structurés, consiste à créer un équilibre dans le plan de financement de la société de projet. Il doit exister un équilibre entre les emplois et les ressources⁸⁰. Certains auteurs considèrent cet équilibre du plan de financement comme l'une des caractéristiques permettant de définir une entité *ad hoc*. Un auteur présente l'entité *ad hoc* comme « une unité économique viable sur le triple plan économique, commercial et financier et dont le cash-flow est jugé suffisant pour assurer, avec une marge couvrant les aléas, le service de la dette, la couverture des risques opératoires et la juste rémunération du capital »⁸¹. Pour garantir cet équilibre, le moyen le plus simple est, selon la pratique, de « ségréguer l'objet financé d'autres actifs et/ou passifs de l'entreprise recourant au financement ou en faisant de même des flux financiers y afférents, afin de les mettre hors

77 « le rôle de cette société *ad hoc* sera d'emprunter une somme d'argent (...) afin de financer un portefeuille d'actifs isolés (...) dont elle deviendra juridiquement propriétaire, tout en maintenant son risque de faillite quasi-nul », J.P Brunet et J Chameyrat, « Les techniques juridiques permettant le refinancement d'une dette LBO par voie de titrisation », RTDF, 2008, n° 2, p 71.

78 L-C Henry, « Les enjeux des montages au regard de la réglementation européenne », RPC, 2013, n° 3, p. 62 et s.

79 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. de F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté, p. 37, n°38.

80 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p.41; N. Morelli, « La sauvegarde du SPV », Actes pratiques et ing. soc., 2010, n°110, p. 37.

81 M. Sarmet, « Les financements internationaux de projet en Europe », Banque, 1980, n° 392, p. 183.

de portée des créanciers en cas de faillite»⁸². Pour pouvoir atteindre cet objectif, il est nécessaire d'isoler⁸³ le financement de tout autre élément. Les financements structurés ont ainsi pour but avoué d'isoler le bien de la faillite. Un praticien affirme que « les conditions de classement d'une opération en financement structuré sont principalement (...) l'isolement de l'actif et de son financement, généralement au moyen de la création d'une société *ad hoc* (SPV), le but étant de s'assurer de l'affectation des flux au remboursement du financement bancaire consenti »⁸⁴. On relèvera que l'isolement de l'actif a par ailleurs souvent un impact comptable important dans la majorité des opérations de financement structuré. Cet isolement entraîne la « déconsolidation » de l'actif. Certains auteurs analysent la « déconsolidation » comme une conséquence⁸⁵ de ce type d'opération, tandis que d'autres considèrent qu'il s'agit d'un critère commun aux financements structurés⁸⁶. L'isolement de l'actif peut être obtenu via un véhicule de financement empruntant des formes juridiques variées.

23. **L'indifférence de la forme juridique retenue.** Dans le cadre d'un financement de projet, les créanciers seront souvent tentés d'isoler un ou plusieurs biens clefs du projet du reste du patrimoine de l'exploitant. L'entité *ad hoc* devra donc offrir la faculté d'intégrer une multitude d'actifs dont la nature pourra être variée. L'entité devra comporter un patrimoine propre et s'appuiera généralement sur une entité nouvellement créée, sans passé et notamment sans activité préexistante qui aurait pu créer un passif (passif d'exploitation, passif social, fiscal...). Ces entités sont créées dans une logique purement patrimoniale avec pour objectif de détenir des actifs sans pour autant qu'une entreprise ne soit exploitée. Les praticiens ont mis en avant la diversité des solutions envisageables⁸⁷ pour atteindre cet objectif. Un spécialiste des financements structurés relève qu'« en matière d'ingénierie juridique et financière, la pratique s'est montrée très inventive en ayant recours à de nombreuses formes de structures sociétales que l'on regroupe sous les termes génériques de SPV ou sociétés *ad hoc* »⁸⁸. Cette diversité est liée à l'importante variété de contextes de mise en place des financements

82 H. Touraine, «Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

83 « cette séparation d'actifs et de passifs (...) rend cet outil (la fiducie) précieux pour (...) [assurer] l'étanchéité (...), pouvant être utilisée comme l'équivalent des SPV (...) où les risques seront délimités sur une universalité prédéterminée », F. Barrière, Rép. civ. Fiducie, 2013, n° 82.

84 F. Julien, « Financements, garanties et frontières », RDBF, 2010, n° 1, p. 99.

85 H. Touraine, «Finance structurée: définition, objectifs et éléments caractéristiques », art. préc., p. 131 et s.

86 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 70.

87 « société à responsabilité indéfinie (SNC), au fonctionnement particulièrement souple (SAS), groupement à statut particulier (GIE) ou entité permettant de déroger au droit commun (FCC). », H. Touraine, «Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

88 B. Teston, « La fiducie, une alternative à la mise en place de sociétés *ad hoc* », option finance, 2010, n° 1086, p. 23 et s.

structurés. L'entité support du projet peut prendre des formes différentes en fonction de sa localisation, des caractéristiques du projet ou encore des objectifs recherchés. En réalité, comme nous le verrons plus loin dans cette étude⁸⁹, cette diversité apparente dissimule une logique commune à l'ensemble de ces véhicules : ils s'appuient sur les limites du droit des procédures collectives pour servir leurs objectifs. Une rapide présentation des différents types de véhicules de financement permet de voir que les praticiens ont cherché à utiliser l'ensemble des limites de la procédure collective.

24. **Les limites de la procédure collective.** Le professeur Sénéchal⁹⁰ met en avant le périmètre de l'efficacité de la procédure collective dont les limites sont liées à :

- Un effet réel portant uniquement sur le patrimoine du débiteur⁹¹. L'utilisation du contrat de société pour mettre en place un SPV permet d'exploiter cette limite afin de modifier l'actif soumis à la procédure. Cette entité *ad hoc* peut être une forme sociale classique (ex : SNC) ou non (ex : fiducie⁹²). Comme l'explique un auteur « l'existence de plusieurs personnes morales évite que l'incendie ne se propage (...). Chaque société a ses propres dettes et dispose pour en répondre de ses propres biens. Par suite, une société peut être admise au bénéfice de la procédure collective sans que le groupe ne soit en difficulté »⁹³.
- Un effet s'arrêtant au seuil des frontières du territoire national⁹⁴. La mise en place d'un véhicule de financement s'appuyant sur une *Lux-co* permet d'exploiter cette limite en s'appuyant notamment sur l'article 5 du Règlement européen n°1346/2000.
- Un effet encadré par des dérogations légales au droit des procédures collectives. Les praticiens ont notamment utilisé les dérogations offertes par les articles L214-175 et L214-179 6° II du Code monétaire et financier pour les véhicules de titrisation.

Enfin, comme nous le verrons, l'effet réel de la procédure collective à un effet indirect. La procédure collective a vocation à avoir un effet réel uniquement sur le patrimoine du

89 Voir en ce sens le « 2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective », p. 45.

90 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise.

91 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, op. cit., spéc. p. 14 et s.

92 B. Teston, « La fiducie, une alternative à la mise en place de sociétés *ad hoc* », option finance, 2010, n° 1086, p. 23 et s.

93 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. de F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté, p. 37, n°38.

94 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise, p. 245 et s.

débiteur⁹⁵. La procédure collective régit les relations entre le débiteur et ses créanciers, elle ne devrait donc exercer qu'une influence limitée sur les relations inter-créanciers. Les conventions organisant les relations entre les créanciers (notamment dans le cadre des *intercreditor agreement*) devraient donc être relativement peu affectées par les effets de la procédure collective.

Il convient dans un premier temps de présenter rapidement ces différents montages avant de mettre en avant la mécanique sous-jacente d'exploitation des limites du droit de la faillite.

25. L'utilisation du contrat de société : la technique de l'entité *ad hoc*. Le fractionnement du patrimoine peut être réalisé par la création d'une filiale. Par ce biais, la société mère peut affecter des actifs à la réalisation d'un projet sans encourir une responsabilité illimitée. La volonté d'échapper à la faillite est au cœur de la justification de la mise en place de ces structures de financements que l'on qualifie d'entités *ad hoc*. Pour le créancier, « l'intérêt majeur de recourir à une telle entité réside dans le fait qu'elle est bâtie de façon à ne pas pouvoir faire faillite ou qu'un tel risque soit si faible qu'il soit théorique »⁹⁶. Il existe une définition comptable de la notion d'entité *ad hoc* : « une entité juridique distincte, créée spécifiquement pour gérer une opération (...) l'entité *ad hoc* est structurée (...) de manière telle que son activité n'est en fait exercée que pour le compte de l'entreprise, par mise à disposition d'actifs »⁹⁷. Cette définition est largement reprise dans l'analyse de ce type de montages par l'AMF⁹⁸. Il n'existe cependant pas de définition juridique précise de la notion d'entité *ad hoc*. On constate néanmoins une constante à l'ensemble de ces structures ; elles sont particulièrement marquées par une logique de spécialité⁹⁹. Cette spécialisation permet d'exploiter les limites réelles de la procédure collective et d'accroître la résistance de ces montages. L'utilisation du contrat de société exploitant les limites réelles de la procédure collective n'est pas la seule possibilité offerte aux financements structurés¹⁰⁰. Comme le souligne un praticien « la commodité et la souplesse inhérentes à l'usage d'un SPV permettent

95 « Le caractère collectif de la procédure n'empêche pas (...) pas son effet réel d'être limité au patrimoine du débiteur, conformément aux articles 2092 et 2093 du Code civil (devenu 2284 et 2285) », M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, op. cit., spéc. p. 859.

96 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

97 Règl. n°99-02 du comité de la réglementation comptable 29 avril 1999 relatif aux comptes consolidés des sociétés commerciales et les entreprises publiques.

98 Recommandations communes COB : montages déconsolidant et sorties d'actifs, novembre 2002, Bull. Mens. COB, n°373, p. 118.

99 Ce point sera développé dans la partie « B. L'utilisation des limites des procédures collectives », p. 48.

100 Voir en ce sens le « 2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective », p. 45.

(...) de choisir un pays d'immatriculation de l'entité *ad hoc* juridiquement approprié, offrant une sécurité juridique »¹⁰¹. Il est possible d'envisager de s'appuyer sur le règlement communautaire sur l'insolvabilité et les limites territoriales des procédures collectives pour isoler un actif du périmètre d'une procédure collective française.

26. L'utilisation d'un véhicule de droit étranger comme structure de financement : le cas de la *Lux-co*. L'un des montages classiques s'appuie sur une société luxembourgeoise dite *Lux-co*. Ce montage consiste à positionner au-dessus de la holding française une société holding créée et domiciliée au Luxembourg. Cette structure devait permettre de réaliser les sûretés sur les titres de la société française dans le cadre du droit luxembourgeois réputé plus favorable à la mise en œuvre des garanties. Le risque était que, malgré la présomption simple¹⁰² fixant le centre des intérêts principaux d'un débiteur dans la juridiction de son siège statutaire, la procédure soit ouverte dans la juridiction où étaient localisés les actifs. Cette crainte des praticiens a été amplifiée suite à l'affaire Cœur défense¹⁰³. Les praticiens ont donc tenté d'améliorer le montage en ajoutant à la première holding (« *Lux-co 1* ») détenant les titres de la société holding française, une seconde holding (« *Lux-co 2* ») détenant les titres de la société holding luxembourgeoise (la « *Lux-co 1* »). Chacune de ces holdings (« *Lux-co 1* » et « *Lux-co 2* ») se consentant un nantissement des titres détenus (respectivement sur la holding française et sur la « *Lux-co 1* ») en garantie supplémentaire au prêt bancaire consenti à la holding française. Ce montage permet, en plus des avantages classiques de la mise en place d'une entité *ad hoc*, de faire échapper le nantissement des créanciers aux effets de la procédure collective française. En s'appuyant sur des titres localisés au Luxembourg (ceux de la « *Luxco1* »)¹⁰⁴, le montage doit permettre de garantir l'ouverture de la procédure collective sous l'empire de la loi luxembourgeoise réputée plus favorable aux créanciers notamment en termes de maintien de l'efficacité des sûretés durant les procédures d'insolvabilité¹⁰⁵. En effet, en application de l'article 5 du Règlement européen n°1346/2000 du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité repris dans l'article 8 du Règlement européen n° 2015/848 du 20

101 F. Julien, « Financements sans recours », Mélanges AEDBF-France VI, 2013, Droit bancaire et financier, p. 297.

102 Règlement européen n°1346/2000, 29 mai 2000, relatif aux procédures d'insolvabilité, art. 3.

103 Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990 ; note Ph. Roussel Galle, D. Lettre Omnidroit, mars 2011, n° 138, p. 2; note M. Menjucq, RPC, mars 2011, n°2, p. 1 et s. ; note B. Saintourens, act. proc. coll. avril 2011, n°7, p.1 ; note L. Arcelin Lécuyer, D, juin 2011, n°21, p. 1441.

104 P. Thomas et X. Couderc-Fani, « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles *Lux-co* », RDBF, 2015, n° 4, p. 20 et s., R. Dammann et A. Lavenant, « Percer le mystère du montage « double LuxCo » », BJE., 2013, n° 5, p. 268 et s. ; A. Bordenave et T. Granier, « De la « double peine » en cas de recours à une « double LuxCo » ? », option finance, 2011, Lettre M&A et Private Equity, p.11.

105 Loi luxembourgeoise n° 128 du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière.

mai 2015, les droits « in rem » ne sont pas affectés par l'ouverture de la procédure d'insolvabilité¹⁰⁶. Cette logique visant à tirer profit des limites territoriales du droit des procédures collective n'est toutefois pas sans faiblesse¹⁰⁷. On pourra notamment s'interroger sur la signification exacte de l'absence « d'affectation » de droit In rem. Une simple paralysie temporaire de la mise en œuvre de la sûreté sans réduction des droits des créanciers doit-elle être considérée comme une « affectation » ? Comme nous le verrons dans la suite de cette étude, les solutions pour ce type de situation ne sont pas clairement tranchées. Le créancier, en s'appuyant sur un véhicule de droit étranger cherche à profiter d'une norme supra-légale primant le titre VI du Code de commerce. Cette solution n'est cependant pas la seule envisageable pour bénéficier d'une norme primant le droit classique des procédures collective. Il est possible d'envisager d'utiliser des textes spéciaux dérogeant au droit général des procédures collectives. Comme nous l'avons évoqué précédemment, la forme juridique retenue pour structurer le véhicule n'est pas un critère de qualification du véhicule. On note cependant que le choix de la forme juridique du véhicule n'est pas neutre. Ce choix peut avoir une influence non négligeable sur le régime juridique applicable. Nous citerons, à titre d'illustration, le choix d'un organisme de titrisation. Ce choix constituant le marqueur de la stratégie retenue pour mettre en échec les procédures collectives.

27. L'utilisation d'un véhicule régi par un régime légal spécifique comme structure de financement : le cas de l'organisme de titrisation. La titrisation consiste, selon l'article L. 214-168 du Code monétaire et financier, à « être exposé à des risques (...) par l'acquisition de créances et assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission d'actions, de parts ou de titres de créances ». La titrisation permet de regrouper « des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties (...) dans une société *ad hoc* qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêts et de remboursement sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les reverse aux investisseurs via le paiement d'intérêts et le remboursement de leurs titres »¹⁰⁸. Cette formule s'appuie sur une cession que l'on qualifie de cession véritable (le droit anglais parle de « true sales ») permettant d'assurer une séparation claire entre le véhicule et l'émetteur. Comme le relève un auteur, « si le fait d'être orphelin est en général

106 J. Marshall, «Art 5 rights in rem», Avril 2011, colloque «on the future of the European insolvency regulation», p. 66.

107 Voir en ce sens « B. Les limites du Règlement : le droit « in rem » exclus de la compétence de la *lex concursus* », p. 234.

108 P. Quiry et Y. Le Fur, *Vernimmen*, 15^{ème} éd, 2017, ed. Dalloz, p. 523.

une situation peu enviable, tel n'est pas le cas pour l'organisme de titrisation qui, au contraire va rechercher ce statut »¹⁰⁹, notamment pour éviter tout risque de confusion entre l'entité *ad hoc* et ses actionnaires. Les organismes de titrisation prennent la forme de sociétés de titrisation ou de fonds communs de titrisation. En choisissant un organisme de titrisation comme véhicule, le créancier s'appuie sur un régime légal spécifique. Ce régime juridique est considéré comme extrêmement protecteur pour le créancier. L'article L.214-169 du Code monétaire et financier affirme que « les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations et ne bénéficient que des droits et actifs qui concernent ce compartiment ». Cette affirmation légale sera souvent reprise dans le règlement de l'organisme de titrisation. Par ailleurs, le législateur a tenu à affirmer la spécificité du traitement de l'insolvabilité d'un organisme de titrisation en précisant que :

- « Le livre VI du Code de commerce n'est pas applicable aux sociétés de titrisation »¹¹⁰ ;
- « les sommes portées au crédit du compte bénéficient exclusivement à l'organisme de titrisation »¹¹¹.

Comme nous venons de le voir, il existe de nombreux types de structures de financements permettant de modifier le périmètre soumis à l'actif. La contrepartie de cette altération de l'actif du débiteur est souvent la renonciation, pour les créanciers, aux éventuels autres gages que pourrait offrir le patrimoine du débiteur. Les structures de financement pourront alors être utilisées pour servir un second objectif: isoler une partie du passif.

28. La structure de financement permettant d'assurer de modifier le passif issu du financement. L'altération de la saisie collective comprend deux volets : modifier l'actif et le passif. La mise en place d'une entité *ad hoc* permettra de poursuivre ces deux objectifs conjointement ou indépendamment. Le centre de gravité des financements structurés est l'actif ou le projet sous-jacent et non les *sponsors*¹¹². Dans le cadre de financements structurés, la volonté des parties est le plus souvent de financer le projet ou l'actif sous-jacent, indépendamment du patrimoine du débiteur. Le recours du créancier sera donc le plus souvent limité aux actifs financés. Les revenus (et, en cas de défaillance, l'actif) devront seuls pouvoir supporter la charge du passif. Lorsque la structure isole à la fois l'actif et le passif d'un projet,

109 A. Prum, A. Couret, J-P. Spang, P. Dupont et A. Steichen, *Titrisation*, 2008, Ed. Anthemis, p.65.

110 C. mon. Fin. art. L214-175 et art. L.214-179 6° II.

111 C. mon. Fin. art. D. 214-103, II.

112 La « viabilité des financements structurés s'apprécie à l'aune des capacités distributives d'un projet spécifique et non des sponsors », Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p.89.

le financement est qualifié d'autoporteur¹¹³ (ou « self liquidating »). L'utilisation d'une structure de financement n'est cependant pas la seule possibilité envisageable pour modifier le passif. Les praticiens disposent de différents types d'instruments juridiques pour restreindre les recours des créanciers.

B. Un outil de modification du passif : la mise en place et la renonciation à recours

29. **Le montage : un outil de modification du passif.** À l'image du premier aspect de l'altération de l'actif, il est possible de déroger au traitement usuel du passif des créanciers. L'objectif recherché est d'aménager la règle qui consiste à offrir l'ensemble du patrimoine du débiteur en gage au créancier¹¹⁴. Pour ce faire, le créancier s'appuiera sur des mécanismes générant de nouveau recours (notamment dans le cadre de « CDS ») ou à l'inverse en assurant la « limitation des recours ». Ces mécanismes aboutissent à la création de créanciers qui, dans des configurations extrêmes ne sont parfois quasiment plus soumis à l'aléa du risque de crédit. En effet, le créancier ayant accru ses recours en s'appuyant sur des CDS est certain d'être remboursé (sous réserve que la contrepartie ne fasse pas elle-même défaut). A l'inverse celui qui a renoncé de façon générale à l'ensemble de ses recours est presque certain de subir le défaut de paiement. Le mécanisme de la renonciation est présent de façon récurrente dans les financements structurés¹¹⁵. Cette méthode est extrêmement répandue en matière de financement structurés¹¹⁶, notamment en raison de sa faculté à s'adapter à une grande variété d'actifs ou d'ensembles d'actifs. Cette renonciation est même considérée par une partie des praticiens comme l'un des éléments caractéristiques des financements structurés¹¹⁷. A l'inverse, il sera envisageable pour le créancier de s'appuyer sur des contrats créant des recours contre des tiers (notamment des « CDS »). Dans cette configuration bien qu'il reste créancier, le prêteur ne supporte plus le risque de défaut du débiteur.

113 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 24.

114 C. civ. art. 2284.

115 « l'un des grands traits communs (...) des financements structurés est (...) l'existence de recours limités. » H. Touraine, « Finance structurée: définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

116 « The essence of project finance is that recourse by the banks to the project sponsors is limited », P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} éd., Sweet et Maxwell, p. 46.

117 « la qualification de financement structuré (...) requiert l'identification de la présence de certains éléments structurants (...) tels que les notions de renonciation à recours ou de recours limité », Z. Sekfali, « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises », RDBF, 2008, n° 3, p. 57 et s.

30. **La renonciation à recours dans le cadre des financements structurés.** Le financement à recours limités est défini par un auteur comme celui qui présente « la caractéristique de directement restreindre les recours du prêteurs (ou du souscripteur de titres de créance) à l'encontre de l'emprunteur (ou de l'émetteur des titres de créance)¹¹⁸. Le financement sans recours est notamment à la base du financement de projets¹¹⁹ et du financement d'actifs. Les clauses de renonciation à recours peuvent être utilisées dans de nombreux autres domaines dans le cadre de financements de projets, notamment pour limiter la responsabilité dans le cadre de nombreux types de risques (risque technique, risque politique, ...). La présente étude portant sur les liens entre financements structurés et les procédures collectives, nous limiterons notre analyse aux structures permettant de renoncer à un recours sur le droit de créance. En pratique, comme le souligne un auteur, « dans le domaine des financements structurés, la renonciation à recours porte essentiellement sur le droit de créance du financeur »¹²⁰.

31. **La nature des financements à recours limités.** Par définition la renonciation à recours entraîne une fragilisation de la position du créancier, ce dernier étant amené à abdiquer certains droits. Le statut hybride du prêteur à recours limités a amené certains auteurs¹²¹ à s'interroger sur la nature de ce type de financement. En effet, en limitant ses recours, le prêteur rapproche sa situation de celle d'un associé amené à prendre part aux pertes du projet si ce dernier n'atteignait pas une rentabilité suffisante pour assurer le service de la dette. Pour rapprocher le prêt à recours limités d'un contrat de société, il serait nécessaire d'isoler les éléments caractéristiques d'un tel contrat. Si l'existence d'un apport pourrait être envisagée¹²², les autres conditions sont délicates à remplir. Seules les configurations de renonciations dont le périmètre sont les plus larges, notamment les renonciations intégrales à recours, pourraient être rapprochées d'une véritable vocation aux pertes. Mais même dans ce type de configuration, le créancier renonçant semble uniquement

118 S. Mouy, « Titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », Mélanges AEDBF-France II, 1999, p. 349.

119 « Le « project finance » est une technique de financement mise en place (...), par laquelle les prêteurs acceptent de limiter, en tout ou partie, leur recours pour obtenir le remboursement de leurs prêts, aux seuls actifs du projet et aux revenus (...) du projet. Les garanties directes (...) sont limitées (limited recourse financing), voire inexistantes (non recourse financing). », L. Vandomme, « « to time, to budget, to specification » : l'allocation des risques opérationnels dans le cadre des financements de projets BOT », RDAI, 1999, IBLJ, n°8, p. 878.

120 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

121 S. Mouy, « Titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », Mélanges AEDBF-France II, 1999, p. 356.

122 S. Mouy, « Titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », art. préc., spéc, p. 357.

exposé aux risques sans pouvoir profiter des éventuels bénéfiques. Par ailleurs, il semble difficile de considérer le créancier comme animé par une véritable *affectio societatis*¹²³. Enfin, on relèvera notamment que le créancier renonçant ne « participe pas aux décisions collectives »¹²⁴, il ne bénéficie donc pas des droits les plus élémentaires de l'associé. Comme le souligne un auteur « ces financements sont la « résultante de (...) de deux opérations foncièrement différentes (...) d'une part un financement classique (le financement sans recours) (...) et d'autre part une « opération de prise de risque » (la société).

32. Les techniques supports de la renonciation à recours. Comme en matière de modification de l'actif, la mise en place des financements altérant le périmètre du passif exploite les limites du champ d'application de la procédure collective. La renonciation à recours peut être organisée de deux manières distinctes : elle peut s'appuyer sur une structure dédiée ou sur des clauses contractuelles spécifiques¹²⁵. Chacune de ces formes de renonciation s'appuie sur une limite spécifique du droit des procédures collectives :

- La première forme de renonciation à recours s'appuyant sur un SPV est appelée renonciation « de fait » ou structurelle. Cette renonciation exploite les limites réelles de la procédure collective. Comme nous l'avons déjà vu la procédure collective a vocation à déployer ses effets uniquement sur le patrimoine du débiteur¹²⁶. Comme le souligne un auteur, « le créancier d'une société à responsabilité limitée sait ne disposer d'aucun recours contre ses associés. (...) la limitation des risques peut être opposée à la victime comme le serait une clause limitative de responsabilité. »¹²⁷.
- La seconde forme est une renonciation dite *de jure* et s'appuie sur des renonciations contractuelles¹²⁸. Cette renonciation exploite les limites réelles de la procédure

123 S. Mouy, « Titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », art. préc., spéc, p. 356.

124 Cette faculté constitue selon la jurisprudence la prérogative non financière minimale d'un associé. Voir en ce sens Cass. Com. 2 décembre 2008, n°08-13185 ; note FX Lucas, RDC, juillet 2009, n°3, p. 1154 et s ; D. Poracchia, Dr. et patr. mai 2009, n°181, p. 102 ; note N. Borga, RLDA, avril 2009, n° 37, p. 10 ; note B. Dondero, D., mars 2009, n°11, p. 780.A. Tadros, LPA, mars 2009, n°51, p. 8.

125 « La renonciation à recours peut être organisée juridiquement de deux manières. Elle peut être contractuelle ou structurelle. » G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p.25.

126 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise, p. 14 et s.

127 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. de F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté, p. 272, n°426.

128 « Les financements sans recours (...) conduisent le plus souvent à la mise en place de financements au profit d'une entité pivot (...) Cette spécificité conduit certains à y voir un financement à recours limité « de fait » ou structurel, par opposition à la renonciation à recours en droit ou de jure », Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p.77.

collective. En effet, la procédure collective a en principe, vocation à régir les relations entre le débiteur insolvable et ses créanciers. Les renonciations *de jure* tendent à se positionner sur un autre plan puisqu'elles ont souvent pour but de régir des rapports entre les créancier du débiteur notamment dans le cadre de clause dite de *contractual subordination*. Ces clauses impliquent que le créancier junior renonce à être payé au profit des créanciers seniors. Ce deuxième élément permet de conforter l'idée que ces clauses devraient profiter des limites réelles de la procédure collective. En effet, ces clauses ne créent pas de charges additionnelles pour le débiteur. Elles ne constituent donc pas une menace pour les autres créanciers du débiteur. Ce risque étant écarté, il semble difficile de justifier d'une remise en question de ces clauses. Ces renonciations peuvent parfois être doublées d'une clause de *claw back* qui implique que le créancier junior rétrocède toutes sommes reçues en violation de l'ordre de répartition prévu par la convention de crédit.

Nous constaterons que le choix de la méthodologie retenue entraîne d'importantes conséquences en matière de procédure collective.

33. L'utilisation du contrat de société pour modifier le passif : la renonciation *de facto*. Dans le cadre de juridictions soumises à la « common law », il est courant d'utiliser le « veil of incorporation »¹²⁹ comme instrument de limitation des recours des banques¹³⁰. Un auteur explique que « la limitation des risques est une concession censée faciliter le financement de l'entreprise »¹³¹. La forme de SPV la plus utilisée pour offrir cette limitation de responsabilité aux *sponsors* du projet est la *Limited Liability Company*¹³². De même en droit français, les financements structurés s'appuyant sur des entités pivots permettent de limiter *de facto* les recours des créanciers¹³³. Ce type de structure limite d'office les recours, en interdisant, en principe, un recours contre le *sponsor* du SPV. Comme le souligne un auteur, « la norme statutaire cantonne le droit de poursuite des créanciers du groupement aux seuls biens affectés à celui-ci, à l'exclusion des biens personnels des membres. Cette règle

129 Affaire Salomon Vs A Salomon & Co Ltd, House of lord, 16 Nov 1896 AC 22.

130 « If the project is owned by a company, the bank have no recourse to the project sponsors because of the veil of incorporation », P. Wood, *Project Finance, Securisations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 46.

131 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. de F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté, p. 81.

132 G. B. Gorton et N.S. Souleles, «Special Purpose Vehicles and Securitization », 2007, National Bureau of Economic Research Univ. of Chicago Press, p. 555.

133 « Dans cette hypothèse le créancier renonce à exercer des droits sur d'autres biens et revenus que ceux du projet ou de l'opération en cause », Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 77.

statutaire constitue alors une condition générale correspondant pour les membres à une clause limitative de responsabilité, qui s'applique aux engagements contractés dans le cadre de l'activité du groupement. (...) l'opposabilité de cette clause peut être absolue, ce qui est le cas pour toutes sociétés à risque limité »¹³⁴. Il est donc nécessaire que l'entité interposée entre le *sponsor* et les prêteurs prévoie une responsabilité limitée de ses actionnaires (les *sponsors* du projet).

34. **L'exclusion *de facto* : la renonciation à recours dans le cadre de *Special Purpose Vehicules* s'appuyant sur une forme de société à responsabilité limitée.** Un auteur explique que « la technique de la société-projet (SPV) est une manière d'organiser la limitation de recours sur un mode non contractuel : les recours des prêteurs étant cantonnés aux seuls actifs de la société-projet, ils sont *de facto* limités en ce sens que l'écran de la personnalité morale permet de ne pas atteindre le patrimoine du *sponsor* (ou des associés de la société-projet). »¹³⁵. Il s'agit d'une modalité simple d'exclusion des tiers qui consiste à ségréguer la dette liée à l'acquisition, dans une entité juridique qui ne contient pas d'autre passif. Ce qui explique que « par hypothèse, le SPV n'a ni salarié, ni activité économique de nature à engendrer la naissance d'un passif autre que celui envisagé lorsque la société a été constituée »¹³⁶. L'interposition de l'entité entre le *sponsor* et les prêteurs sera la source du cantonnement du passif¹³⁷. Le mécanisme du Special Purpose Vehicule permet une allocation précise du risque. En effet, les créanciers du SPV, s'ils sont les seuls à pouvoir s'emparer des biens du projet, sont en principe exclus d'éventuelles répartitions dans le cadre d'une procédure concernant l'actionnaire du SPV¹³⁸. L'exclusion *de facto* peut s'appuyer sur différents types de structures, notamment sur des sociétés à responsabilité limitée ou des entités de titrisation. On peut néanmoins se demander s'il est envisageable de bénéficier d'un cantonnement du passif dans le cadre d'un véhicule de financement ne générant pas de limitation *de facto* des recours.

134 G. Wicker, « La théorie de la personnalité morale depuis la thèse de Bruno Oppetit », étude à la mémoire de Bruno Oppetit, Litec, 2009, p.728.

135 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

136 N. Morelli, « La sauvegarde du SPV », Actes pratiques et ing. soc., 2010, n°110, p. 37.

137 « La renonciation résulte de l'interposition, entre le sponsor et les prêteurs, d'une société à risque limité », G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 25.

138 « Il en est ainsi, pour ne donner qu'un exemple, [quand] l'établissement de crédit prêteur accepte de limiter ses recours en cas de défaillance de l'emprunteur aux seuls actifs du projet », G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

35. **L'intérêt d'une combinaison entre renonciation *de jure* et entité *ad hoc*.** Les raisons qui incitent les associés à orienter leur choix vers une société de personnes sont souvent dictées par des logiques fiscales¹³⁹, plus que par le régime de responsabilité attaché à ce type de sociétés. Les *sponsors* du projet chercheront, tout en s'appuyant sur une société de personnes, à limiter leur responsabilité en cas de défaillance du SPV. Ainsi que le souligne un auteur « dans une SNC, il n'est pas rare que les associés, à l'occasion d'une opération particulière, obtiennent du créancier de la société qu'il renonce à tous recours contre eux et limite son droit de gage aux seuls actifs de la société»¹⁴⁰. La mise en place d'une entité *ad hoc* ne générant pas une limitation *de facto* » des recours. Il sera alors nécessaire de compléter le dispositif par la mise en place d'une renonciation *de jure*.

36. **La validité d'une combinaison entre une structure à responsabilité illimitée et renonciation *de jure*.** Un débat existe sur la validité de la configuration d'une structure à responsabilité illimitée doublée de clause de renonciation. Comme le relève un auteur « la clause en question se heurterait aux dispositions (...) du Code de commerce, qui organise la responsabilité solidaire et indéfinie des associés en nom, au regard des dettes sociales. (...) Or, puisque les clauses de limitation de recours concernent la société elle-même tout autant que les associés en nom qui la composent, la convention de limitation de recours serait frappée de nullité, nullité absolue puisqu'il s'agit d'une disposition d'ordre public»¹⁴¹. A l'inverse, une partie de la doctrine considère que ces clauses ne portent pas atteinte à l'ordre public des sociétés. Un auteur considère qu'« il se peut fort bien qu'un associé de société civile ne réponde pas de tout le passif social. Un créancier a (...) pu renoncer à poursuivre tel ou tel associé. Cette renonciation est parfaitement valable »¹⁴². La jurisprudence admet d'ailleurs qu'un créancier renonce à ses recours contre les associés d'une société en nom collectif dans le cadre d'une opération déterminée¹⁴³. Si une telle clause est envisageable ponctuellement dans le cadre d'un financement spécifique, il semble cependant, comme le souligne le professeur DELEBECQUE, difficile d'admettre une telle clause de façon générale

139 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.39.

140 P. Delebecque, « Les renonciations à recours », Mélanges P. Simler, 2006, Litec-Dalloz, p. 563.

141 M. Zuin, « Du nouveau sur un sujet méconnu : les clauses de limitation de recours », RJDA, 2007, p. 559 et s.

142 F-X Lucas, « Situation des associés d'une société civile soumise à une procédure collective », Dr. des soc., 2006, n° 5, p. 16 et s.

143 Cass. req., 21 février 1883, DP 1883, p. 217 ; CA Paris 13 janvier 1995, n°94-3452, n°94-3453 et n°94-3454 ; M. Jeantin, « Contribution à l'interprétation de l'article 178 de la loi du 25 janvier 1985 », BJS, 1995, n°3, p. 262 et s.

dans les statuts de ladite société¹⁴⁴. Cette clause serait inopposable aux tiers. Il est au mieux envisageable d'insérer une clause dans les statuts imposant aux dirigeants de solliciter ce type de renonciation lorsque la société engage sa responsabilité financière. La Cour de cassation avait reconnu la validité d'une clause imposant que les gérants d'une SCI aient l'obligation sous leur responsabilité d'obtenir des créanciers une renonciation formelle au droit d'exercer une action personnelle contre les associés¹⁴⁵. Dans cette configuration, il semble que l'obligation du gérant ne soit pas d'obtenir ladite renonciation mais à minima d'en faire la demande. De façon plus générale, les clauses de renonciation *de jure* pourront intervenir en complément de la mise en place d'un SPV¹⁴⁶ ou de façon autonome.

37. **L'utilisation du contrat « classique » pour modifier le passif : la renonciation *de jure*.** La technique de la renonciation à recours, ou du recours limité, est souvent utilisée en matière de financements de projets. La doctrine anglo-saxonne incite à s'appuyer sur des mécanismes de renonciation contractuelle lorsque l'actif ou le projet est détenu directement par les *sponsors*¹⁴⁷. Le droit anglais s'appuie notamment sur des « non-petition » clauses. Il en est ainsi, pour ne donner que l'exemple du financement de projet, lorsque l'établissement de crédit prêteur accepte de limiter ses recours en cas de défaillance de l'emprunteur aux seuls actifs du projet.

38. **La renonciation *de jure* en droit français.** La renonciation génère deux séries de problématiques distinctes :

- les premières portent sur l'efficacité de ce type de clause contractuelle face à un droit des procédures collectives largement régi par l'ordre public ;
- les secondes, plus générales, portent sur la validité de ce type de renonciation en droit français.

Sur le premier point, nous verrons que les praticiens, pour assurer l'efficacité des clauses de renonciation à recours, exploitent souvent les limites réelles de la procédure collective. En effet, la procédure collective a pour objectif principal d'organiser les rapports

144 « On imagine mal une telle clause dans les statuts de la société. Elle en saperait les bases mêmes. », P. Delebecque, « Les renonciations à recours », Mélanges P. Simler, 2006, Litec-Dalloz, p. 565.

145 Cass. 1^{ère} Civ., 14 novembre 2013, n°12-22033 ; note N. Blanc, GP, janvier 2014, n°22-23, p.19.

146 «creditors of an SPV are obligated to agree that their recourse is limited to the collateral and payments therefrom», M.A. Broude , M.A Cantor, D.F Dunne, M. Luskin, J. Marcus et H.A.S Trust, « Not So Remote After All: Bankruptcies of So-Called « Bankruptcy Remote» Special Purpose Entities and Other Structured Vehicles »,2012, American Bankruptcy Institute,Conférence annuelle, p. 477.

147 « If the project is owned directly by the sponsor of the project, the recourse to them can be limited by contract» P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 46.

entre les créanciers et le débiteur. Ces clauses ne créent pas de charges additionnelles sur le patrimoine du débiteur, et ne menacent donc pas les intérêts des créanciers tiers¹⁴⁸. Afin d'échapper aux contraintes issues du droit de l'insolvabilité, les praticiens ont tenté de régir via ces clauses les rapports entre les créanciers du débiteur et non entre ce débiteur et ses créanciers. Comme précédemment, les praticiens exploitent les limites (dans le cas présent les limites réelles) du champ d'application du droit des procédures collective.

Sur le second point, la configuration de la renonciation dans le cadre des financements structurés est celle d'une renonciation à un droit avant la naissance de ce dernier, une configuration dont la validité est incertaine en droit français¹⁴⁹. La majorité de la doctrine s'appuyant sur la jurisprudence¹⁵⁰ analyse la renonciation comme un acte d'abdication unilatéral¹⁵¹. Cette renonciation émane du créancier et non du débiteur. Un auteur explique que « ce qui caractérise la renonciation à recours, c'est qu'elle émane de celui qui pourrait bénéficier du recours, par opposition en particulier aux clauses de non-responsabilité qui émanent du débiteur. »¹⁵². Par ailleurs, la renonciation est personnelle¹⁵³, les actions contre les tiers sont, en principe, maintenues¹⁵⁴. Il semble délicat de trancher de façon générale la question de la validité des renonciations *de jure*. Le régime de la renonciation à recours varie de façon significative selon le droit sous-jacent auquel le créancier entend renoncer.

39. **Les différentes formes de renonciation *de jure*.** Il existe, selon la doctrine, différents types de renonciation à recours envisageables. On peut notamment distinguer deux configurations, selon le droit auquel le « créancier financeur » renonce¹⁵⁵:

- Il est, en premier lieu, possible de renoncer directement au droit de réclamer sa créance. Dans cette configuration, le créancier renonce uniquement au droit à l'action en justice soutenant le droit substantiel. Comme le note un praticien « on trouve dans les financements structurés nombre de dispositions où le

148 Voir en ce sens, « B. L'atteinte limitée à l'égalité des créanciers dans le cadre des renonciations à recours » notamment « L'absence d'atteinte à l'intérêt des créanciers tiers à la renonciation. », p. 96.

149 « s'il est interdit de renoncer par avance aux règles de protection établies par la loi sous le sceau de l'ordre public, il est en revanche permis de renoncer aux effets acquis de telles règles », Cass, 1^{ère} Civ., 17 mars 1998, n°96-13972 ; note S. Piedelièvre, JCP E, octobre 1998, n°44, p. 1731 et s.

150 Cass. req., 21 février 1883, D. 1870, p.281.

151 P. Billot et J-N. Pontier, « Brèves réflexions sur certaines clauses de renonciation », RDBF, 2001, n°5, p. 331 ; P. Delebecque, « Les renonciations à recours », Mélanges P. Simler, 2006, Litec-Dalloz, p. 566; G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.42.

152 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », art. préc., spéc, p.34. ; Voir dans le même sens P. Delebecque, « Les renonciations à recours », Mélanges P. Simler, 2006, Litec-Dalloz, p. 564.

153 P. Delebecque, « Les renonciations à recours », art. préc., spéc, p. 567.

154 « La renonciation ne profite pas à l'assureur », Cass. 1^{ère} Civ., 26 Mai 1993, n°91-11362 ; note H. Groutel, Resp. civ. et assur., oct. 1993, n°317, p. 3, chr. 30.

155 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.43.

créancier s'engage vis-à-vis du débiteur ou d'autres créanciers, temporairement ou définitivement, à ne pas agir en justice aux fins d'obtenir le paiement de sa créance »¹⁵⁶. En ne renonçant qu'à son action en justice, le créancier crée une fin de non-recevoir conventionnelle. Ce type de fin de non-recevoir conventionnelle est envisageable dans le cadre de l'article 122 du Code de procédure civile. Ce texte présente une liste non exhaustive¹⁵⁷ de fins de non-recevoir, laissant les parties libres de prévoir de nouveaux cas. Dans le cas des limitations à recours contractuelles instaurées via des financements structurés, le créancier renoncera souvent à son action en paiement.

- Il est, en second lieu, possible de renoncer non au droit de créance, mais bien au droit de gage général. Le droit de gage devant alors être entendu comme la faculté offerte au créancier, en cas de non-paiement, de réaliser certains biens du débiteur. Le droit de gage est entendu dans un sens étroit comme le droit qui garantit le droit de créance¹⁵⁸. Cette neutralisation du droit de gage général impacte indirectement le droit de créance qui se retrouve privé de possibilité d'exécution forcée. La validité d'une renonciation à toute action en exécution forcée reste discutée¹⁵⁹.

La souplesse de la renonciation *de jure* permet d'envisager différentes modalités tant sur le droit auquel le créancier renonce que sur le « périmètre » de la renonciation. Le choix de la méthode retenue influencera la résistance aux procédures collectives.

40. **Le périmètre de la renonciation *de jure*.** On relèvera que la renonciation peut être limitée dans son périmètre, le créancier pouvait renoncer à certaines actions. Une configuration classique de renonciation partielle consiste pour le créancier à renoncer à son droit de déclencher une procédure collective. La validité de ce type de renonciation reste discutée¹⁶⁰. Par ailleurs, dans le cadre de certains financements, une renonciation complète au

156 G. Ansaloni, «Des renonciations à recours dans les financements structurés», art. préc., spéc, p.34.

157 Ch. mixte 14 février 2003, n°00-19423 et n°00-19424 ; note L. Bernheim, LPA, mars 2003, n°51, p. 13 ; note T. Montéran, GP, mars 2003, n°89, p. 8 ; note C. Jarrosson, Revue de l'arbitrage, avril 2003, n°2, p. 403 ; note J. Mestre et B. Fages, RTD Civ, avril 2003, n°2, p. 294 ; note H. Croze et D. Gautier, JCP E, mai 2003, n°19, p. 810 ; note L. Leveur, Contrats Concurrence Consommation, juin 2003, n°6, p. 12 ; note C. Jarrosson, Arbitration International, juin 2003, n°3, p. 263 ; note C. Seraglini, JCP E, novembre 2003, n°45, p. 1816 ; note L. Cadiet, RDC, décembre 2003, n°1, p. 182 ; note S. Brena, JCP E, mars 2004, n°12, p. 465.

158 G. Ansaloni, «Des renonciations à recours dans les financements structurés», art. préc., spéc, p.34 ; J. Derruppé, *La nature juridique des droits du preneur à bail et la distinction des droits réels et des droits de créance*, D. 1951, n° 342, p. 388 et s.

159 Voir en ce sens « Section 2. La renonciation à recours et les principes du droit des faillites, p. 89.

160 Voir « 2§ L'influence des financements structurés sur l'ouverture d'une procédure collective », p. 174.

droit de créance est envisageable. Cette renonciation n'entraîne pas l'extinction de l'obligation principale. Cette configuration a été admise en jurisprudence¹⁶¹. En revanche, la renonciation complète au droit de gage semble plus délicate à envisager¹⁶².

A l'autre extrême du spectre, à côté de ces « créanciers renonçant », on trouve parfois des créanciers qui cherchent à acquérir de nouveaux recours contre des tiers pour garantir leurs passifs.

41. **La mise en place de nouveaux recours : le cas des CDS.** Comme le soulignent certains auteurs « à côté de prêts isolés, il faut appréhender une « dette financière » structurée et complexe, pouvant se décliner en une dette bancaire et une dette obligataire, elles-mêmes pouvant se subdiviser en différents sous-ensembles et des syndications (...) ou autres CDS»¹⁶³. Les CDS « sont des contrats financiers permettant au créancier de se prémunir contre le risque d'insolvabilité du débiteur. Tout en restant juridiquement titulaire de sa créance, le créancier « achète une protection » auprès d'une contrepartie, comme s'il souscrivait une police d'assurance. »¹⁶⁴. Ces instruments avaient notamment été utilisés lors de la restructuration de Thomson. Comme le constate l'administrateur judiciaire en charge du dossier, cela empêche de déterminer « le porteur final du risque économique tant qu'il n'y a pas eu un dénouement. »¹⁶⁵. Les CDS permettent de transférer le risque de non-recouvrement de leurs créances à des tiers.

42. **La stratégie des financements structurés : l'utilisation des limites du champ d'application du droit des procédures collective.** Le droit des financements et celui des procédures collectives entendent répondre aux mêmes questions (définir l'actif et le passif soumis à la procédure). La concurrence entre les deux systèmes est donc inévitable. Comme nous venons de le voir, les financements structurés cherchent à modifier les règles de la saisie collective. De prime abord, la lutte semble inéquitable. Les financements structurés sont issus

161 « que la renonciation par le créancier au droit à agir en paiement contre le débiteur principal n'emporte pas extinction de l'obligation principale ni du recours de la caution contre ce débiteur, de sorte que la clause précitée ne fait pas obstacle aux poursuites du créancier contre la caution solidaire », Cass. com. 22 mai 2007, n°06-12196 ; note P. Crocq, RTD Civ, n°2, p. 333 ; note P. Simler et P. Delebecque, JCP E, décembre 2007 n°2, p. 16 ; note B. Boulloc, RTD Com, janvier 2008, n°1, p. 172 ; A. Martin-Serf, RTD Com, octobre 2007, n°4, p. 833 ; note N. Rontchevsky et J. François, Banque et Droit, septembre 2007, n°115, p. 67 ; note A. Cerles, RDBF, juillet 2007, n°4, p. 17 ; note G. Marraud des Grottes, RLDA, juillet 2007, n°40, p.33.

162 Voir en ce sens « Section 2. La renonciation à recours et les principes du droit des faillites », p. 89.

163 L. Le Guernevé et N. Morelli, « Vers un droit de la restructuration financière », Cah. dr. entr, 2011, n° 4, p. 16 et s.

164 J. Loget et A. Pérès, « Technicolor: une restructuration riche d'enseignements », BJS, 2011, n° 1, p. 64 et s.

165 C. Basse, D. Bompont, H. Bourbouloux et P. Dubois, « Table ronde : la sauvegarde financière accélérée », RPC, 2011, n°3, p. 74.

de la volonté de certaines parties et de nature largement contractuelle. Ils devraient donc s'incliner face aux règles fixées par le droit des procédures collectives, fortement teinté d'ordre public. Cette affirmation doit cependant être nuancée. L'ampleur des altérations qu'entraîne l'ordre public sur les montages contractuels est variable. Comme le souligne un auteur, « le domaine de l'ordre public varie selon la conception que chacun aura du droit des contrats. L'approche se veut restrictive lorsque l'on est favorable aux libres volontés contractuelles. Au contraire, la notion se voit attribuer un rôle prééminent si cette toute puissance des volontés est contestée »¹⁶⁶. Une étude plus poussée des montages des financements structurés révèle une efficacité inattendue de ces montages, y compris dans un contexte de procédure collective. Cette efficacité est largement liée à une stratégie des financements structurés exploitant l'ensemble des limites du champ d'application des procédures d'insolvabilité.

2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective

43. **Les stratégies des financements structurés.** Si le droit des procédures collectives a pour objectif de soumettre les créanciers à la discipline collective, on peut se demander comment les financements structurés parviennent aussi habilement à échapper aux règles impératives de la procédure collective. Il semble que la mise en place d'une stratégie¹⁶⁷ permette d'assurer l'efficacité des financements structurés dans un contexte de procédure collective. L'étude des différents mécanismes employés dans le cadre des financements structurés permet d'affirmer que ces derniers s'appuient sur deux grandes catégories de stratégies juridiques permettant de parvenir au résultat escompté. Ces deux grandes « stratégies » de montage peuvent être considérées comme les « principes communs permettant d'organiser l'association des différentes techniques juridiques »¹⁶⁸ des financements structurés. Ces deux stratégies consistent :

- dans un premier cas à s'appuyer sur des textes dérogeant de façon spécifique au droit traditionnel des procédures collectives (A).
- dans un second cas à exploiter les limites des procédures collectives (B). En effet, le droit des procédures collectives constituant un régime dérogatoire au droit commun, le

166 N. Barga, *l'ordre public et les sûretés conventionnelles*, Thèse de l'Univ. Lyon 3, 2007, préf. S Porchysimon, Dalloz, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, p. 3.

167 « poursuivre une stratégie revient finalement à manœuvrer habilement pour atteindre un but », M-H Monsérié-Bon et G. Jazottes, « Les groupes et les stratégies des créanciers », RPC, 2013, n°6, p. 72 et s.

168 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 15.

législateur a encadré de façon stricte son champ d'application. Les financements structurés tentent de tirer profit de ces limites qu'elles soient réelles, territoriales ou temporelles.

A. L'utilisation d'une dérogation légale aux procédures collectives

44. **L'utilisation d'une dérogation légale aux procédures collectives.** Cette première stratégie est la plus simple et sans doute la plus sécurisante pour le créancier. Cette stratégie consiste à s'appuyer sur un texte ou un ensemble de texte pour échapper au régime classique du titre VI du Code de commerce. Pour cela, deux possibilités sont envisageables :

- s'appuyer sur un texte définissant une règle voire un régime spécifique en cas de procédure collective. Dans cette configuration, le montage s'appuie sur l'adage « *specialia generalibus derogant* ». Afin d'échapper au régime commun du droit des procédures collectives considéré comme trop contraignant pour le créancier, les praticiens s'appuient sur des régimes spéciaux.

- s'appuyer sur une norme européenne ou internationale qui, en vertu de la hiérarchie des normes prime sur le droit français. Cette configuration est notamment celle utilisée dans le cadre de la mise en place d'une double *Lux-co* ;

45. **L'enjeu du débat sur l'efficacité de la double *Lux-co*.** Comme nous l'avons déjà évoqué la mise en place de la double *Lux-co* a pour but de soumettre le nantissement à l'article 20 de la Loi de garantie financière luxembourgeoise. Cette règle prévoit notamment que « les contrats de garantie financière (...) ainsi que les faits entraînant l'exécution de la garantie (...) sont valables et opposables aux tiers, commissaires, curateurs, liquidateurs et autres organes similaires nonobstant l'existence (...), d'une procédure de liquidation ou la survenance de toute autre situation de concours, nationale ou étrangère ». A l'inverse, le droit français réduit les prérogatives des créanciers bénéficiaires d'un nantissement en cas d'ouverture d'une procédure collective. Il est donc essentiel pour les praticiens de s'assurer que la loi applicable sera bien celle du Luxembourg et non celle de l'ouverture de la procédure principale (celle des « op-co »).

46. **L'utilisation d'une dérogation supra légale : le cas de la *Lux-co*.** Le montage de la double *Lux-co* est un mécanisme à double détente. La mise en place d'une seconde *Lux-co* doit permettre à la fois :

- D'inciter les juges à localiser au Luxembourg le COMI déterminé au visa de l'article 3 du Règlement n° 1346/2000. En effet la *Lux-co* n°2 ayant pour objet la détention de titres d'une société luxembourgeoise, la probabilité qu'un tribunal français considère que le COMI de la *Lux-co* n°2 se situe en France est donc plus faible que pour la *Lux-co* n°1.

- Soumettre le nantissement entre les deux holdings luxembourgeoises à la loi de garantie financière dont le régime est réputé plus favorable. Pour cela les praticiens s'appuient sur l'article 5 du Règlement n° 1346/2000, qui prévoit en effet que « l'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ».

La logique du montage ne semble de prime abord pas critiquable. Le choix du débiteur en accord avec ses créanciers de mettre en place une structure s'appuyant sur une double *Lux-co* semble parfaitement légitime au regard du principe de libre établissement des personnes morales, reconnu par la jurisprudence de la CJUE¹⁶⁹. Par ailleurs, la primauté du règlement Européen sur le droit national n'est pas non plus sujette à débat. On peut néanmoins s'interroger sur l'efficacité de ce montage¹⁷⁰. Le montage de la double *Lux-co* illustre parfaitement la stratégie classique des montages issus des financements structurés. Il s'appuie sur un texte légal ou supra-légal, et parvient, malgré quelques doutes liés aux imprécisions du texte exploité, à atteindre un objectif spécifique. L'utilisation d'une norme supra-légale n'est pas la seule possibilité offerte aux praticiens pour échapper au régime du titre VI du Code de commerce. Il est aussi envisageable de s'appuyer sur un texte spécial échappant au régime général des procédures collectives. Cette configuration est notamment celle utilisée en matière de titrisation.

47. L'utilisation d'une dérogation légale à la procédure collective : le cas de la titrisation. En droit français, en application de l'adage « *Specialia generalibus derogant* », le régime spécifique prime sur le régime général. Les praticiens ont donc utilisé les outils mis à leur disposition par le législateur français pour échapper aux risques liés aux procédures

169 CJCE 9 mars 1999, n° C-212/97, Centros Ltd ; note G. Parléani, Rev. Sociétés, avril 1999, n°2, p.386 et s. ; note J.P. Dom, BJS, juin 1999, n°6, p.705 et s. ; CJCE, 5 novembre 2002, n° C-208/00, Überseering BV, note M. Menjucq, JCP E, mars 2003, n°12, p. 520 et s. ; L. Idot, Europe, janvier 2003, n°1, p.20 et s. ; CJCE, 30 septembre 2003, n° C-167/01, Inspire Art Ltd ; note L. Idot, Europe, novembre 2003, n°11, p.27 et s. ; note C. Maubernard, Revue des affaires européennes, avril 2003, n°2, p. 304 et s. ; CJUE, 12 juill. 2012, n° C-378/10, Vale Építési kft ; note T. Mastrullo, JCP E, septembre 2012, n°38, p. 23 et s.

170 Voir en ce sens « B. Les limites du Règlement : les droits « in rem » exclus de la compétence de la lex concursus », p. 234.

collectives. L'objectif de ces dérogations est souvent d'assurer à certaines catégories d'investisseurs une sécurité juridique et ainsi d'améliorer l'attractivité de la place financière parisienne. Le législateur a, selon les cas, utilisé deux méthodes distinctes :

- Dans certains cas, le législateur « n'écarte pas l'application du droit des procédures collectives mais en corrige les effets défavorables aux investisseurs »¹⁷¹. C'est notamment le cas en matière de sociétés de crédit foncier qui, grâce à l'article L 515-19 du Code monétaire et financier, échappent à certaines règles comme l'interdiction des paiements ou l'exigibilité des dettes en cas de liquidation.
- Dans d'autres cas, l'approche est plus radicale, le législateur décidant d'écarter purement et simplement l'ensemble du titre VI du Code de commerce. Cette protection est double puisque l'ensemble des organismes de titrisations est protégé par l'article L 214-175 du Code monétaire et financier. Par ailleurs, chaque type d'organisme de titrisation dispose d'une protection additionnelle spécifique :
 - Pour les sociétés de titrisation, L 214-179 6° II du Code monétaire et financier prévoit que le livre VI du Code de commerce n'est pas applicable.
 - Pour les fonds communs de titrisation, ils n'ont pas de personnalité morale et ne peuvent donc pas faire l'objet d'une procédure de faillite¹⁷².

Ces régimes spécifiques permettent d'échapper aux risques d'une procédure collective classique, telle que définie par le titre VI du Code de commerce. Il convient cependant de noter que ces régimes peuvent être contraignants pour les praticiens. La mise en place d'une double *Lux-co* ou d'une entité de titrisation sont des montages complexes et onéreux. Le cadre légal restreint par ailleurs la liberté dont disposent les praticiens pour adapter le financement. Ce type de montage offre une importante sécurité juridique (sous réserve de ne pas être considéré comme frauduleux), il reste réservé au financement les plus importants¹⁷³. Les financements structurés disposent d'autres stratégies permettant d'altérer la saisie collective. Ces stratégies exploitent les limites des procédures collectives.

B. L'utilisation des limites des procédures collectives

171 F. Faure-Dauphin, « La société de titrisation », RTDF, 2008, n°3, p.88.

172 C. Van Gallebaert, « Les principales évolutions entre le FCC d'hier et le FCT d'aujourd'hui titrisation du risque d'assurance », RTDF, 2008, n° 3, p. 93.

173 On citera le cas de Cœur défense (financement d'un actif immobilier d'une valeur supérieur à un milliard d'euros) pour les organismes de titrisation et le cas de Picard (financement d'acquisition pour une valeur d'entreprise de près de 2 milliards d'euros).

48. **La procédure collective : un état d'exception.** Le droit des procédures collectives est un droit d'exception permettant au débiteur d'échapper à certaines de ses obligations auxquelles il serait tenu de se soumettre en temps normal (paiement de certaines créances, suspension de certaines voies d'exécution,...). Le droit des procédures collectives est un droit perturbateur. Afin que cet état d'exception ne devienne pas le droit commun, le champ d'application des procédures collectives est borné par des limites réelles, temporelles et territoriales. Les mécanismes mis en place dans le cadre des financements structurés permettent d'exploiter ces limites.

49. **Les limites des procédures collectives exploitées par les financements structurés.** Les limites réelles ne constituent pas les seules limites des procédures collectives que puissent envisager d'exploiter les praticiens des financements structurés. Les règles définies par le droit des procédures collectives dérogent au droit commun. Elles sont donc encadrées à la fois dans la durée et dans l'espace. Ces limites à la procédure collective pourront être utilisées dans le cadre des structures de financements :

- Ainsi, bien que la procédure collective française ait théoriquement vocation à déployer ses effets sur tous les biens du débiteur, y compris ceux localisés dans un autre état (effet universel reconnu depuis l'arrêt *Khalifa Airways*¹⁷⁴), comme nous l'avons vu il est possible d'exploiter les limites territoriales¹⁷⁵ en s'appuyant sur le droit international privé pour structurer des véhicules échappant à la compétence du juge français de la faillite. L'utilisation des limites territoriales de la procédure collective renvoie à la pratique du *forum shopping*. Cette pratique relativement répandue en matière de financements structurés, consiste à manipuler les critères de compétence juridictionnelle pour rechercher la compétence d'un tribunal et, dans son sillage, l'application d'une nouvelle loi plus favorable pour le débiteur. Comme le relève le législateur « la pratique (...) se tourne parfois vers des procédés étrangers qui présentent l'inconvénient de déboucher sur une certaine forme de délocalisation juridique des grandes opérations financières »¹⁷⁶. Une partie des montages issus des financements structurés s'appuie sur des entités *ad hoc* localisées hors du territoire français. Certaines formes de montage s'appuient sur des contrats soumis à des lois

174 Cass. com., 21 mars 2006, n° 04-17869, *Khalifa Airways*; note L.C. Henry, D., juin 2006, n°21, p. 1466 ; note A. Lienhard, D., mars 2006, n°13, p. 914 ; note J-P. Legros, JCP. E, juillet 2006, n°27, p. 1227.

175 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise, p. 245 et s.

176 X. Roux, « Rapport instituant la fiducie », 2007, Rapport de l'AN, n° 3655.

étrangères plus favorables. Il est néanmoins important de rappeler qu'il ne suffit pas de soumettre un contrat au droit anglais ou américain pour que celui-ci soit reçu par les juridictions françaises. Dans le cadre de financements complexes, la règle applicable ne sera pas simple à déterminer. En cas de conflit de loi, la *lex contractus* est régulièrement écartée au profit de règles concurrentes. Ainsi, sur les questions relevant des procédures collectives, la *lex concursus* détermine généralement les règles applicables et de même en matière de sûreté, c'est souvent la *lex rei sitae* qui prime. Un grand nombre de financements internationaux ont été soumis au droit anglais ou au droit de l'État de New York, quand bien même la société débitrice était française et les sûretés consenties en garantie de ces opérations portaient sur des biens situés en France. Mais en dépit de ce choix de loi, le principe classique et bien connu en droit international privé de la *lex rei sitae* prévalait : le droit français a vocation à s'appliquer à l'ensemble de ces biens grevés de gages ou de nantissements. Les praticiens devront donc anticiper le critère définissant la loi applicable sur la question qu'ils entendent soumettre à la loi étrangère. Ces montages offrent malgré tout des perspectives intéressantes pour les praticiens. En effet, lorsque la loi applicable au montage financier sera celle du contrat, les créanciers ne seront soumis qu'au respect de l'ordre public international. Le montage échappera ainsi à de nombreuses contraintes classiques des procédures collectives. Comme nous allons le voir, le créancier peut aussi tenter d'utiliser les limites temporelles de la procédure collective.

- L'utilisation des limites temporelles de la procédure collective est à la base des clauses d'accélération très usitées en matière de financements structurés. La logique du créancier est de consolider sa situation avant l'ouverture de la procédure collective. En effet, le but de ces clauses est de permettre au créancier d'être remboursé avant que ne s'ouvre la procédure collective et que n'entre en vigueur l'interdiction des paiements. Dans cette configuration, comme nous le verrons la procédure collective semble « étendre » son emprise pour interdire tout remboursement intervenant *in limine* procédure.

Par ailleurs, la procédure collective à un effet réel qui n'a pas vocation à étendre ses effets au-delà du patrimoine du débiteur en difficulté. L'un des corollaires de cette limite est le fait que la procédure collective n'a en principe vocation à régir que les relations entre le débiteur et ses créanciers. Elle ne devrait exercer qu'une influence limitée sur les relations inter créanciers ou hors patrimoine du débiteur. Nous étudierons successivement l'utilisation de ces

limites dans le cadre de la mise en place d'une entité *ad hoc* et dans le cas d'une renonciation *de jure*.

50. **L'effet réel de la procédure collective.** Le cas le plus usuel est sans doute celui de la mise en place d'une entité *ad hoc* exploitant l'effet réel de la procédure collective. Le professeur SENECHAL définit l'effet réel de la procédure collective « comme l'effet de saisie des biens du débiteur par la collectivité de ses créanciers représentée par le mandataire de justice »¹⁷⁷. Cet effet réel invite à considérer que « le patrimoine du débiteur fait l'objet d'une saisie (...) qui affecte tous les biens réalisables du débiteur »¹⁷⁸. Cette analyse a depuis été consacrée par la jurisprudence¹⁷⁹. Un auteur précise cette idée en expliquant que « la procédure collective produit un effet réel sur l'ensemble des biens du débiteur, en d'autres termes sur l'ensemble de son patrimoine qui devient le gage de ses créanciers »¹⁸⁰. Comme nous l'avons évoqué, les entités *ad hoc* constituent le pilier de base de nombreux montages en matière de financements structurés. Ces véhicules de financement permettent d'échapper à cette saisie collective. On peut néanmoins se demander comment un mécanisme s'appuyant sur un simple contrat de société permet de faire échapper certains actifs et certains passifs à la saisie qu'opère la procédure collective ?

51. **L'utilisation des limites réelles dans le cadre des entités *ad hoc*.** Le droit des procédures collectives obéit en principe à la règle « un débiteur, un patrimoine, une procédure », ce qui aboutit à faire entrer dans la procédure tout le patrimoine du débiteur mais rien que le patrimoine du débiteur¹⁸¹. Le professeur SENECHAL souligne que l'effet réel de la procédure collective est par nature limité au patrimoine du débiteur¹⁸². Force est donc de constater que « les seuls biens échappant à l'emprise de la procédure sont les biens qui ne sont pas encore entrés dans le patrimoine du débiteur, (...), ou, à l'opposé, (...) qui sont sortis de son patrimoine »¹⁸³. L'objectif des financements structurés sera donc de maintenir le bien,

177 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise.

178 FX Lucas, *Manuel de droit de la faillite*, 1^{er} éd, 2016, PUF, Droit fondamental, p. 164.

179 Cass. Com., 16 mars 2010, n° 08-13.147 ; note L. Antonini-Cochin, GP, juillet 2010, n°183-184, p. 13.

180 P. Roussel Galle, « La théorie du patrimoine et le droit des procédures collectives », RLDC, 2010, n° 77, p.84.

181 P. Roussel Galle, « La théorie du patrimoine et le droit des procédures collectives », RLDC, 2010, n° 77, p.84.

182 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise, spéc., p. 244 et s.

183 P. Roussel Galle, « La théorie du patrimoine et le droit des procédures collectives », RLDC, 2010, n° 77,

support du financement structuré, hors du patrimoine du débiteur. L'utilisation du contrat de société pour mettre en place un SPV permet d'exploiter cette limite afin de modifier le périmètre de la saisie collective. La stratégie adoptée par les financements structurés consiste à contourner l'attraction de la procédure collective du débiteur, en plaçant l'actif hors de portée de cette dernière. La mise en place d'une entité *ad hoc* consiste à créer un patrimoine « neutre » sur lequel aucun créancier concurrent ne pourra exprimer de prétention. Le bien support du financement sera transféré via une « cession parfaite »¹⁸⁴ dans ce patrimoine « stérile ». Le bien sera ainsi tenu à l'écart de l'attractivité de la faillite du débiteur du financement. Les entités *ad hoc* peuvent s'appuyer sur une forme sociétaire classique (ex : SNC ou SEP) ou non (ex : fiducie¹⁸⁵). Cependant pour que le montage soit efficient et ne soit pas remis en cause (notamment dans le cadre d'une extension de procédure¹⁸⁶), il est important que ce patrimoine soit clairement séparé de celui du débiteur principal. Pour cela les praticiens ont structuré ces véhicules de financements afin de réduire au maximum le risque de « contamination » du véhicule suite à une extension de la procédure collective du débiteur principal. Les principales caractéristiques des entités *ad hoc*, notamment la forte spécialisation de ces entités, sont liées à la volonté d'exploiter au mieux les limites de l'effet réel de la procédure collective.

52. Une logique particulièrement marquée de spécialité permettant d'exploiter l'effet réel de la procédure collective reconnue en common law. L'élément caractéristique d'un SPV est la forte spécialisation qui marque leur gouvernance. On retrouve cette idée dans le terme SPV lui-même (Special Purpose Vehicle) : le terme pourrait être traduit littéralement comme « le véhicule juridique ayant un but spécifique ». La doctrine américaine considère cette spécialisation comme un critère de qualification du SPV¹⁸⁷. Comme le soulignent les praticiens américains, « les activités du SPV sont limitées au financement du projet, les dettes ayant d'autres sources ne peuvent être admises que de façon marginale et dans des circonstances spécifiques »¹⁸⁸. Cette idée est reprise par certains auteurs français pour qui

p.84.

184 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

185 B. Teston, « La fiducie, une alternative à la mise en place de sociétés *ad hoc* », option finance, 2010, n° 1086, p. 23 et s.

186 Voir en ce sens « B. Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective », p. 182.

187 P. R. Dawson, « Ratings games with contingent transfer: a structured finance illusion », Duke Journal of comparative and international law, Vol. 8:38, p. 392.

188 S. Berstein et les membres du « Committee on Bankruptcy of the Association of NYC », « Structured financing techniques », 1995, The Business Lawyer, n° 2, p 533.

« Le SPV (Special Purpose Vehicle) (...) est une entité juridique dont l'objet social se limite à une opération spécifique, telle notamment l'acquisition et la détention d'un actif déterminé »¹⁸⁹. Le SPV verra donc son activité limitée à la détention des actifs du projet et à la souscription de l'emprunt afférent. On peut évoquer à titre d'illustration les SPACs (*Special Purpose Acquisition Companies*)¹⁹⁰ utilisées dans le cadre de projets d'acquisition de sociétés. On retrouve une logique similaire en droit français.

53. Une logique particulièrement marquée de spécialité et d'indépendance permettant d'exploiter l'effet réel de la procédure collective reconnue en civil law. La locution latine *ad hoc* employée en français renvoie, elle aussi, à cette même idée d'une entité « formée dans un but précis ». On parle parfois de « société dédiée ». L'objet social de l'entité *ad hoc* se limite souvent à une opération unique, le plus souvent la détention de l'actif, simple ou complexe, qui fait l'objet du financement¹⁹¹. Ce qui exclut, notamment dans le cadre de sociétés, d'inclure un passif salarial¹⁹². La crainte sous-jacente en cas de diversification du véhicule, est de multiplier les risques d'ouverture de procédures collectives. L'exigence de spécialité n'est pas une nouveauté en droit français. Le droit des sociétés exige que toute société ait un objet social déterminé. Les entités *ad hoc* se sont donc naturellement appuyées sur des véhicules de nature sociétaire. Cette exigence de spécialité est cependant accrue en matière d'entités *ad hoc*, en raison de la volonté précédemment exposée, de créer un véhicule résistant à la faillite. L'intérêt majeur de l'entité *ad hoc* est « qu'elle est bâtie de façon à ne pas pouvoir faire faillite ou qu'un tel risque soit si faible qu'il soit théorique »¹⁹³. Comme le relève un auteur, « la pratique, poussée par les agences de notation, a dégagé les critères juridiques, financiers et organisationnels devant être mis en œuvre pour aboutir à un tel résultat (résister à la faillite). Ces critères reposent sur plusieurs principes dont l'objet limité de l'entité *ad hoc* »¹⁹⁴. Certains praticiens explicitent cette idée d'objet limité en précisant que « l'entité *ad hoc* ne doit pas avoir (...) d'activité opérationnelle autre que la détention des

189 N. Morelli, « La sauvegarde du SPV », Actes pratiques et ing. soc., 2010, n°110, p. 37 ; A. Besse et N. Morelli, « Introduction à la « sauvegarde bouclier » du SPV », Cah. de dr. de l'entrep, 2011, n° 4, p. 39.

190 F. Bourrier-hesse, « Les Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) », LPA, 2008, n°131, p.7.

191 J.P Brunet et J Chameyrat, « Les techniques juridiques permettant le refinancement d'une dette LBO par voie de titrisation », RTDF, 2008, n° 2, p 71.

192 X. de Kergommeaux et C. Van Gallebaert, « La titrisation d'actifs immobiliers », BJB, 2002, n° 3, p. 181.

193 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

194 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », art. préc., p. 131 et s.

immeubles ou dès l'actifs du projet »¹⁹⁵ pour pouvoir être considérée par les agences de notation comme n'étant pas susceptible de faire faillite (*bankruptcy remote*).

54. **La mise en place d'une entité *ad hoc* permet via un instrument contractuel (la société) visant à exploiter les limites réelles de la procédure collective.** Il semble possible via des outils contractuels de fragiliser la procédure collective. La nature purement contractuelle de l'*instrumentum* que constitue une société est discutable. La nature du contrat de société a suscité d'importants débats et sa nature relève, par certains aspects, plus de l'institution que du simple contrat¹⁹⁶. Dans l'ensemble des cas étudiés précédemment, les financements structurés s'appuient sur des mécanismes légaux ou de nature institutionnelle (au moins partiellement) pour pouvoir échapper à l'emprise de la procédure collective. On peut se demander si les financements structurés peuvent avoir recours à des mécanismes de nature purement contractuelle et s'interroger sur l'efficacité de ces clauses. Le cas du redécoupage du passif via une renonciation dite *de jure* constitue sur ce point un exemple intéressant.

55. **L'utilisation des limites réelles dans le cadre de la renonciation *de jure*.** Dans les financements d'actifs, il est fréquent que le créancier limite par des stipulations contractuelles ses recours aux actifs financés. A nouveau, les parties au contrat cherchent à aménager contractuellement le concours qu'entend définir la procédure collective. Comme l'explique un auteur¹⁹⁷, il est possible d'aménager le droit de créance de deux façons distinctes : renoncer à son droit de créance *stricto sensu* ou renoncer à son droit de gage qui le garantit. Chacune de ces renonciations pouvant être totale ou partielle. Selon la méthode retenue, le fonctionnement du montage ne repose pas sur les mêmes mécanismes :

- la première configuration consiste pour le créancier à renoncer à son droit de créance *stricto sensu* entendu comme le droit d'exiger le paiement de l'obligation. Ces renonciations ont pour objet l'action en justice permettant aux créanciers d'obtenir le paiement de sa créance. Cette renonciation aux actions en justice permettant d'obtenir le paiement peut être complète ou partielle. Dans le cas d'une renonciation partielle, le

195 X. de Kergommeaux et C. Van Gallebaert, « La titrisation d'actifs immobiliers », BJB, 2002, n° 3, p. 181.

196 Nous citerons simplement à titre d'illustration l'ambiguïté du Code civil notamment C. civ art. 1832 qui prévoit « La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat ». Sans prétendre à l'exhaustivité sur le débat, il est possible de se référer à J.-C. May, *Contrat ou Institution : un enjeu de société*, 2004, LGDJ, p. 122, J.-P. Bertrel, « Le débat sur la nature de la société », Mélanges A. Sayag, 1997, Litec, p. 131 ; J. Mestre, « La société est bien encore un contrat », Mélanges C. Mouly, 1998, Litec, p. 131 ; R. Pothier, *Traité du contrat de société*, 1825, p. 443 et s., Nouvelle édition Letellier.

197 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

créancier ne s'interdit que certaines actions. C'est notamment le cas lorsqu'un créancier s'interdit de solliciter l'ouverture d'une procédure collective du débiteur. Dans cette configuration, les créanciers issus des financements structurés tentent d'exploiter les limites temporelles de la procédure collective. En effet, par définition ces clauses ont vocation à jouer lorsque le débiteur est « in bonis ». On peut se demander comment il est possible d'opposer une règle issue du livre VI à ces clauses, puisque par hypothèse, ces clauses ont vocation à jouer durant la période où le débiteur est « in bonis ». La problématique est en réalité, plus complexe, le caractère d'ordre public de la procédure collective (même avant l'ouverture de cette dernière) pourrait s'opposer à une neutralisation conventionnelle de cette dernière¹⁹⁸.

- La seconde configuration de renonciation consiste à renoncer à son droit de gage général. Dans cette seconde configuration, le créancier renonce à son droit à appréhender les biens composant l'actif du débiteur en cas de défaillance de ce dernier. Dans ce cas, le créancier s'appuie sur les limites réelles de la procédure collective. L'avantage qui en résulte pour les créanciers bénéficiaires de la renonciation n'est pas à la charge des autres créanciers, mais provient exclusivement de la renonciation unilatérale de l'un d'entre eux. Comme nous l'avons déjà évoqué, le jeu des renonciations est un jeu à somme nulle. La part du créancier renonçant est récupérée par le créancier bénéficiaire de la renonciation. Le patrimoine du débiteur ne se trouve amputé de rien. C'est une déclinaison de la limite liée à l'effet réel de la procédure collective. Comme le souligne un auteur « par hypothèse, la limitation de recours ne peut nuire qu'au créancier renonçant »¹⁹⁹. Un créancier renonce toujours au profit d'un ou de plusieurs autres créanciers (définis ou non). En l'absence de charge additionnelle pour la collectivité des créanciers, le financement structuré n'influence pas les relations entre les créanciers et le débiteur, mais uniquement les relations entre créanciers. Si l'on reprend les objectifs assignés à la procédure collective, une renonciation à recours ne saurait avoir d'impact négatif sur ces derniers. Un créancier renonçant ne peut pas, par l'abdication d'une partie de ses recours, réduire les chances de poursuite de l'activité de l'entreprise ou porter atteinte au maintien de l'activité et de l'emploi. Par ailleurs, les renonciations n'augmentent pas le passif et n'empêchent pas son apurement. Lorsqu'un créancier renonce au profit d'un autre, le passif se

198 Voir en ce sens « 2§. L'influence des financements structurés sur l'ouverture d'une procédure collective », p. 174.

199 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

réduit du même montant (bien que le créancier désintéressé ne soit pas nécessairement le plus méritant au sens de la procédure collective).

On retrouve enfin cette utilisation des limites réelles de la procédure collective en matière de *Credit Default Swap (CDS)*. Ces contrats ont pour but d'assurer le remboursement du créancier principal par le tiers qui fournit la couverture en cas de défaut de l'emprunteur initial. Ces contrats créent un recours contre un tiers (le vendeur de protection). Le paiement est donc réalisé sans amputer le patrimoine du débiteur. La procédure collective n'a vocation à régir que les relations entre le débiteur et ses créanciers. Les créanciers restent libres de contracter avec des tiers une couverture de leurs risques de crédit.

Pour altérer la saisie collective, les financements structurés sont construits autour de stratégies juridiques sophistiquées s'appuyant sur des régimes légaux dérogatoires ou sur les limites des procédures collectives. Ces éléments permettent d'affirmer que les financements structurés présentent tous les marqueurs juridiques d'une forme originale de montage.

Section 2. Les financements structurés : un montage original

56. **Les financements structurés : un montage original.** Les financements structurés sont une notion fonctionnelle²⁰⁰. Dans le cas des financements structurés, c'est la fonction qui crée l'organe. Les financements structurés déploient simplement de multiples instruments juridiques au service d'un objectif précis. L'approche retenue pour trouver une unité aux financements structurés a donc été de commencer par trouver une fonction commune à ces mécanismes : la modification du risque de crédit. Pour aller plus loin et mettre en avant une définition conceptuelle de cette notion, ils convient à présent d'isoler des critères logiques communs permettant de rapprocher les financements structurés de grandes catégories juridiques existantes. Cette étude nous permettra d'établir que les financements structurés présentent les principaux marqueurs des montages (1§). Ces montages sont originaux, notamment en comparaison d'autres instruments de modulation du risque de crédit comme les sûretés (2§). Cette qualification présente un double enjeu :

- En s'appuyant sur des instruments des montages plutôt que sur d'autres catégories nommées comme les sûretés, les financements structurés parviennent à atteindre certains objectifs (perturbation de la saisie collective, modification de l'ordre de répartition...) tout en échappant aux risques de remise en cause prévus en matière de

200 Voir en ce sens l'introduction de la présente étude p. 16.

procédure collective (ex : la remise en cause des sûretés mises en place durant la période suspecte). Le montage offre alors de nouvelles opportunités pour le créancier.

- Par ailleurs, un montage se caractérise par une combinaison de techniques visant un effet spécifique²⁰¹. Or, lorsque la mise en place de cette combinaison d'actes réguliers a pour but d'éluder une loi impérative, il existe un risque de voir le montage considéré comme frauduleux. En se détournant d'instruments juridiques nommés comme les sûretés aux profits de montages, le créancier prend le risque de voir la structure qu'il a mise en place considérée comme frauduleuse²⁰². Le montage crée alors de nouveaux risques pour le créancier.

1§. Les financements structurés: une forme de montage en concurrence avec le droit de la faillite

57. Les financements structurés : un montage tourné vers la procédure collective. Les financements structurés s'appuient sur une combinaison d'actes ou d'opérations permettant d'aboutir à une fin déterminée. Les financements structurés sont des montages (A). Cette finalité est le plus souvent tournée vers la procédure collective (B).

A. Les financements structurés: une catégorie de montage permettant de moduler le risque de crédit

58. Les financements structurés: une catégorie de montages. Les montages sont une combinaison d'actes juridiques imaginée pour réaliser une opération juridique particulière. Les différentes définitions de la notion de montage permettent de mettre en avant trois éléments clefs : la multiplicité des outils juridiques utilisés comme supports de ces montages, l'assemblage de ces instruments via un principe commun et la recherche d'un effet spécifique. Les montages ayant été définis, il convient d'étudier les financements structurés à l'aune de ces trois critères. Comme nous l'avons déjà évoqué, les financements structurés sont une

201 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

202 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille 1998, préf. de J. Mestre, PUAM, p. 407 et s.. Ce parallèle entre montage et la fraude fera l'objet de développements spécifiques dans la présente étude. La question sera évoquée notamment dans le cadre des entités ad hoc (voir notamment « La mise en place d'une entité ad hoc et fictivité. » p. 186 et « Les limites de la double *Lux-co* au regard du droit français » p. 237) et dans le cadre la subordination (notamment dans « A. L'enjeu de la requalification de la subordination en fraude au concours », p. 153).

réponse aux besoins des praticiens. Il est important, pour comprendre le recours aux multiples techniques juridiques, de saisir leur objectif commun : la modulation du risque de crédit.

59. **Les financements structurés : une volonté commune de moduler le risque de crédit.** La notion de financements structurés correspond, parmi les financements bancaires, à une variété de produits au sens commercial du terme offerts par les établissements de crédit à leurs clients. En quelque sorte, des financements sur-mesure (ce qui va au-delà du simple financement par la création d'un endettement) par opposition au prêt-à-porter que constituent les concours bancaires standardisés²⁰³. A l'image d'un horloger qui assemble de multiples rouages pour servir une mécanique de précision, les praticiens des financements structurés ont cherché à combiner des éléments juridiques afin d'atteindre des résultats qui ne pouvaient être obtenus par l'utilisation isolée de ces mécanismes. Si l'on cherche à déterminer l'objectif commun des financements structurés, il semble possible d'affirmer qu'ils ont pour but de moduler le risque de crédit. On peut se demander s'il est possible d'aller plus loin et de tenter d'offrir une définition conceptuelle des financements structurés. La logique de combinaison de mécanismes constitue le marqueur d'une catégorie juridique plus large : celle des montages.

60. **La recherche d'un effet spécifique aux financements structurés : la modulation du risque de crédit.** Selon un praticien « le risque de crédit (...) c'est le risque pour le financeur de ne pas être remboursé à l'échéance par le débiteur »²⁰⁴. L'objectif des financements structurés est de compléter les profils de risques de crédit envisageables dans le cadre du droit des sûretés traditionnelles. Les financements structurés sont un outil d'allocation du risque de crédit et la structure de financement l'instrument de cette allocation conventionnelle. Les financements structurés peuvent permettre :

- une réduction du risque de crédit en « isolant le financement (et surtout l'objet financé) des effets de la faillite »²⁰⁵ notamment en préservant certains actifs de la procédure collective via la mise en place d'entités *ad hoc*, afin de garantir le financement accordé. Le premier réflexe de la finance structurée est de protéger les droits des créanciers à l'encontre de l'entreprise défaillante

203 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

204 G. Ansaloni, « Le risque de crédit, critère de la notion d'opération de crédit en droit français », Banque et droit, 2013, n°148, p. 18 et s.

205 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

ainsi que ceux qu'ils détiennent sur l'objet éventuel du financement en les mettant « à l'abri » des conséquences d'une telle faillite. Ces montages modifiant l'actif offrent un niveau de sécurité inenvisageable dans le cadre d'une sûreté traditionnelle. Ils permettent aux créanciers qui bénéficient de ce type de garantie d'atteindre un niveau de garantie maximal en les plaçant à l'écart du concours. On retrouve une logique proche dans le cadre des contrats offrant aux créanciers de nouveaux recours comme les CDS. Le *Credit Default Swap* est un instrument qui permet à un créancier d'être payé par le vendeur de protection en cas de défaut de paiement du débiteur initial.

- un accroissement du risque de crédit s'appuyant sur un cantonnement des prétentions liées au passif du créancier sur certains actifs. Les financements structurés assurant le cantonnement du passif semblent être une figure plus originale échappant aux classifications traditionnelles. Ils permettent aux créanciers d'accroître leur niveau de retour sur investissement en acceptant un niveau de risque plus élevé (contre une rémunération plus importante).

Ces pratiques constituent souvent les deux faces d'une même pièce, le débiteur n'acceptant d'isoler certains actifs notamment dans le cadre d'entités *ad hoc* au profit de certains créanciers qu'en échange d'un engagement de leur part à renoncer à leurs autres recours éventuels (financement sans recours ou à recours limité). Ce changement reflète une évolution dans l'approche des créanciers. La volonté monolithique des prêteurs d'être protégés du risque de crédit a laissé la place à une approche nouvelle consistant à maîtriser ce risque et à s'assurer d'une juste rémunération de ce dernier. Le risque n'est pas perçu par les créanciers comme néfaste de façon *per se*. Il doit simplement être réparti entre les différents acteurs. Comme le souligne un praticien, « l'allocation du risque entre les participants permet de rendre l'absence de recours (...) acceptable pour les prêteurs »²⁰⁶. Dans cette acception, le risque ne doit pas systématiquement être couvert ou « garanti », il doit être ventilé entre les différents acteurs. Chacun des intervenants est rémunéré en fonction du risque qu'il assume. Cette lecture amène à envisager une nouvelle catégorie, puisqu'à côté du droit des sûretés traditionnelles, apparaît désormais une série de mécanismes dont l'objectif est d'accroître le risque du créancier en limitant celui du pourvoyeur de fonds propres. Cette notion ne peut pas non plus se réduire à la notion de sûreté négative. En effet, une sûreté négative repose nécessairement sur l'obligation de ne pas faire, alors que certains instruments d'accroissement

206 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgettrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 25.

du risque reposent sur des obligations de faire. Cette configuration est notamment celle de certaines clauses de subordination ou de renonciation qui comportent une obligation pour le créancier junior ou renonçant de rétrocéder des fonds (*claw back*) perçus en violation des règles définies contractuellement. Les praticiens ont donc peu à peu délaissé la notion de préférence classique issue du droit des sûretés au profit de techniques plus flexibles et plus adaptées aux demandes des financeurs de modulation du risque de crédit. Pour servir ces objectifs, les praticiens ont eu recours à de multiples outils juridiques s'appuyant souvent sur des combinaisons d'actes et d'opérations.

61. La multiplicité des outils juridiques retenus: l'ingénierie contractuelle au sens large (contractuelle ou sociétaire) comme support des financements structurés. Les montages sont de nature contractuelle²⁰⁷. Cet auteur souligne que « la réalisation d'un montage suppose la formation et l'exécution d'actes juridiques particuliers (...) conclus en vue de l'obtention d'un but distinct de celui obtenu par chaque acte séparément. C'est leur conjonction qui (...) permet la réalisation de l'opération. Cette conjonction résulte d'une décision préalable ayant amené les parties à contracter ». Pour atteindre leurs objectifs, les financements structurés s'appuient sur les instruments du cloisonnement patrimonial que constituent les entités *ad hoc* (sociétaires ou non), et des mécanismes plus innovants qui s'appuient sur des clauses contractuelles. Ces clauses permettent notamment d'organiser la renonciation à certains recours ou l'accélération du crédit. En complément des mécanismes dont le but est de perturber la saisie collective, il convient d'ajouter ceux dont l'objectif est de modifier l'ordre des répartitions, notamment les différentes formes de subordination²⁰⁸. Si les financements structurés sont indiscutablement protéiformes, ils sont principalement de nature contractuelle. De la simple mise en place de clauses contractuelles à la combinaison complexe d'entités *ad hoc* de droit français et étranger, les structures de financement ont besoin de la souplesse contractuelle pour atteindre leurs objectifs. Pour certains auteurs, la structure de financement se définit d'ailleurs comme « l'ensemble des relations contractuelles qui se nouent entre différents intervenants pour permettre le financement d'une opération donnée »²⁰⁹. On relèvera les exceptions notables de la subordination légale²¹⁰ et de la titrisation, l'ensemble des instruments relevant de l'ingénierie contractuelle. Comme nous

207 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille 1998, préf. de J. Mestre, PUAM, p. 47.

208 Voir en ce sens « Titre 2 : Le montage : un antidote à l'ordre public gouvernant la répartition », p. 100.

209 P. Delelis, *JCl. Adm.*, fasc. 670 Partenariats Public-Privé, décembre 2008.

210 La subordination légale constitue sur cet aspect une « exception culturelle » française voir en ce sens P. Wood, *Project Finance, Securisations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 206.

l'avons vu, les instruments supports des financements structurés s'appuient sur un régime légal (ex: titrisation) mais le cadre légal laisse une place substantielle à la liberté contractuelle, notamment dans la rédaction des statuts des véhicules de titrisation (possibilité de cloisonner des compartiments, de créer des subordinations entre les différentes catégories,...). Sur l'aspect contractuel, l'inspiration anglo-saxonne sur le droit du financement est indéniable. On assiste à « une (...) convergence des systèmes, (...) une globalisation du droit » qui s'explique notamment par la « convergence des pratiques contractuelles, liée à la mondialisation du secteur de la finance. »²¹¹.

Il semble donc qu'il existe un effet spécifique commun aux financements structurés : la recherche d'une modulation du risque de crédit. Par ailleurs, les financements structurés s'appuient sur une ingénierie contractuelle, leurs permettant d'atteindre l'objectif visé. Pour pouvoir considérer les financements structurés comme des montages, il reste cependant à établir un principe commun permettant d'organiser l'association de ces différents instruments juridiques²¹².

B. Les financements structurés: un montage tourné vers la procédure collective

62. Un principe commun permettant d'organiser l'association de ces éléments dans les financements structurés. Le professeur MOULIN précise sa définition en affirmant que l'objectif d'un montage est « de poursuivre deux buts: générer des effets juridiques particuliers qu'aucun des actes composant le montage n'aurait pu à lui seul atteindre ou, au contraire, esquiver, dans une stratégie d'évitement, les effets juridiques qui auraient pu se produire en l'absence de combinaison de ces mêmes actes. »²¹³. Selon un auteur c'est « l'inadaptation de la loi à l'objectif recherché »²¹⁴ qui rend nécessaire la mise en place d'une construction juridique. Il convient donc d'isoler les effets juridiques que les financements structurés cherchent à éviter. Comme nous l'avons vu, les principaux montages des financements structurés que nous avons évoqués jusqu'à présent adoptent une stratégie d'évitement de la procédure collective.

211 F. Abitbol, R. Dammann, M. Menjucq, et M. Sénéchal « Les banques face aux difficultés des entreprises », RPC, 2013, n° 5, p. 88 et s.

212 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

213 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », art. préc, p. 50 et s.

214 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n° 3, p. 69 et s.

63. **Les financements structurés et la volonté de rester hors de portée de la faillite.** En réponse à la réduction des droits des créanciers durant les procédures collectives, ces derniers ont cherché à préserver leurs prérogatives par la mise en place de structures de financements adaptées. L'un des objectifs affichés par les financements structurés est de permettre aux créanciers issus de ce type de financement de rester hors d'atteinte de la procédure collective. Cette volonté est affichée clairement par la pratique dans les pays de « common law », mais aussi dans les pays de « civil law ». Les financements structurés sont largement inspirés de la pratique anglo-saxonne. Il semble naturel de se tourner vers la common law pour tenter de saisir les objectifs des structures de financements. Les praticiens anglais et américains considèrent que l'une des principales finalités de la structure de financement doit être d'isoler les biens du projet du reste du patrimoine du débiteur. On parle souvent de structure ou de véhicule *bankruptcy remote*, que l'on pourrait traduire littéralement comme étant une structure apte à garder la faillite à distance²¹⁵. En réalité, plus qu'un simple gage sur l'actif qui n'offrirait qu'une préférence dans le cadre du concours, le créancier cherche à évincer toute concurrence sur l'actif qui le garantit. Le professeur MACORIG-VENIER souligne cette distinction lorsqu'elle affirme que « le rêve caressé (par le créancier) n'est plus seulement d'être le premier, ou même seulement parmi les premiers, mais d'être hors concours »²¹⁶. Certains praticiens français reconnaissent volontiers cette volonté d'éviter toute concurrence. Une fois établie cette volonté de rester hors de portée du droit des procédures collectives, il convient de déterminer précisément les situations particulières qu'entendent modifier les financements structurés.

64. **Les effets juridiques de la procédure collective contournée par les financements structurés: la saisie collective et la répartition.** C'est à nouveau en s'appuyant sur l'objectif des financements structurés que l'on comprend le « schéma organisateur »²¹⁷ des financements structurés. L'objectif des financements structurés est de modifier le risque de crédit. Pour atteindre ce résultat, il est possible d'influencer deux phases de la procédure collective: la saisie collective et la répartition subséquente. Comme nous l'avons vu, si le créancier parvient à faire échapper un actif à la saisie collective, le créancier augmente son gage et améliore mécaniquement ses chances de recouvrer sa créance. A l'inverse, si le créancier renonce à se joindre à la saisie collective (totalement ou partiellement), il réduit son

215 P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 3^{ème} ed., 2007, Sweet et Maxwell, p. 9.

216 F. Macorig-venier, « L'exclusivité », LPA, 2011, n°30, p. 59.

217 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

droit de gage et donc ses chances de recouvrer les montants qui lui sont dus. Par ailleurs, il est possible de modifier le risque de crédit lors de la seconde phase clef de la procédure collective : la répartition. Comme nous le verrons²¹⁸, il est envisageable pour un créancier qui n'a pas renoncé à participer au concours d'accepter de renoncer à son rang dans l'ordre des créanciers. En conditionnant son remboursement à celui préalable d'un ou plusieurs autres créanciers, le créancier junior augmente son risque de crédit et réduit celui du créancier senior.

Il semble donc que l'on puisse définir les financements structurés comme des montages contractuels dont l'objectif est de moduler le risque de crédit en altérant la saisie collective ou la répartition subséquente. Si l'on accepte une telle définition des financements structurés, on peut se demander les raisons ayant abouti à l'essor de ces montages. En effet, il existe une institution juridique dont la finalité est proche : celle des sûretés. Les sûretés n'ont pour seul objectif que d'améliorer la situation juridique du créancier en remédiant aux insuffisances de son droit de gage général²¹⁹, alors que les financements structurés permettent aussi d'accroître le risque de crédit. La renonciation d'un créancier améliore mécaniquement la situation des autres. La mise en place d'une clause de renonciation ou de subordination, aboutit comme de façon subséquente à l'amélioration de la situation juridique des créanciers bénéficiant de la renonciation ou des créanciers seniors. Certains auteurs affirment d'ailleurs que « la subordination (...) accorde *de facto* à certains créanciers un rang privilégié »²²⁰. Ainsi, la modulation du risque de crédit d'un créancier aboutit systématiquement de façon directe (en cas de modification de l'actif) ou indirecte (en cas de cantonnement du passif) à l'amélioration de la situation juridique de certains créanciers. En réalité si la finalité des financements structurés n'est pas très éloignée de celle des sûretés traditionnelles, la méthode est différente. Cette différence de méthode s'explique par la nécessité pour les créanciers d'obtenir une meilleure prévisibilité de risque que celle obtenue en matière de sûreté.

65. Les financements structurés : une réponse aux insuffisances des sûretés traditionnelles. Les financements structurés semblent être une forme de « crédit détraqué » née de « la traque des sûretés » évoquée par un auteur²²¹. La recherche d'une technique nouvelle est largement liée à un affaiblissement progressif des sûretés. La fragilité des sûretés

218 Voir en ce sens « Titre 2 : Le montage : un antidote à l'ordre public gouvernant la répartition », p. 100.

219 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 234.

220 A. Prum, A. Couret, J-P. Spang, P. Dupont et A. Steichen, *Titrisation*, 2008, Ed. Anthemis, p.72.

221 L-M. Martin, « Sûretés traquées, crédit détraqué », *Rev. Banque*, 1975, p. 1138.

a été largement traitée par la doctrine²²². Les causes de cette fragilisation des sûretés sont multiples. Les auteurs mettent principalement en avant deux phénomènes pour expliquer cet affaiblissement des sûretés : la multiplication des sûretés et privilèges et la volonté de faciliter le redressement de l'entreprise. Le législateur n'a pas hésité à fragiliser le droit de préférence issu des sûretés pour favoriser le redressement de l'entreprise en difficulté. On trouve l'illustration de cette volonté dans le traitement des sûretés traditionnelles en cas de cession de l'entreprise²²³. Cette logique irrigue de façon générale le droit des procédures collectives jusqu'aux phases liquidatives. La multiplication des sûretés et privilèges²²⁴ n'est pas une problématique nouvelle. Le Professeur CROCQ souligne que la question de l'inflation des sûretés²²⁵ est ancienne et largement connue. Il est, le plus souvent, soit la réponse aux besoins d'une catégorie particulière de créanciers, soit la réponse à l'apparition de nouvelles formes de richesses. La recherche d'une alternative aux sûretés traditionnelles a contraint les praticiens à définir un nouveau mécanisme permettant d'assurer la modulation du risque de crédit s'appuyant sur une méthode distincte de celle des sûretés.

2§. Les stratégies des financements structurés : une méthode distincte de celle des sûretés

66. **Les financements structurés : une méthode distincte de celle des sûretés.** Les financements structurés altèrent la saisie collective et modifient le risque de crédit. Malgré certaines similarités en termes de finalités, le fonctionnement des financements structurés est distinct de celui des sûretés traditionnelles. Ces montages ne répondent pas aux critères traditionnels des sûretés (A). Par ailleurs, ils ne s'appuient pas sur la notion de préférence (B).

A. Le rejet des critères traditionnels des sûretés

67. **Les critères traditionnels des sûretés.** Selon l'analyse du professeur CROCQ²²⁶, la sûreté serait caractérisée par trois traits essentiels :

222 On citera sans prétendre à l'exhaustivité L-M. Martin, « Sûretés traquées, crédit détraqué », Rev. Banque, 1975, p. 1138 ; P. Ancel, « Nouvelle sûreté pour créancier échaudés », Cahier droit de l'entreprise, 1989, supplément n°5, p.3.

223 C. com. L.642-12.

224 F. Derrida, « Le crédit et le droit des procédures collectives » mélange Rodiere, Dalloz, 1981, p. 72, C. Mouly, « Procédure collective, assainir le régime des sûretés », étude Roblot, LGDJ, 1984, p. 531.

225 P. Crocq, «L'évolution des garanties de paiement : de la diversité à l'unité», Mélanges Mouly, Litec, 1998, p. 318.

226 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 234.

- Une finalité : améliorer la situation juridique du créancier en remédiant aux insuffisances de son droit en général sur les biens du débiteur,
- Un effet : satisfaire le créancier, sans l'enrichir, soit par le paiement de la dette par la personne tenue pour un autre, soit par la vente d'un bien au profit du créancier,
- Une technique qui est celle de l'accessoire.

Il convient de se demander si l'on retrouve les grands marqueurs des sûretés dans les financements structurés.

68. **La finalité des financements structurés.** La question de l'identité de finalité entre financement structuré et sûretés ne pose débat qu'en matière de financement cantonnant le passif. Dans le cadre d'une modification de l'actif, la finalité est indiscutablement identique. Les financements structurés reposant sur une renonciation des créanciers ont pour objectif premier la protection du débiteur. Cependant, en protégeant le patrimoine du débiteur, c'est indirectement le gage des autres créanciers qui se retrouve préservé. Si, d'un point de vue pratique, il semble que le résultat obtenu via la mise en place des financements structurés soit le même que celui des sûretés, on relèvera néanmoins deux objections théoriques à l'assimilation de la finalité de ces deux institutions.

En premier lieu, cette analyse n'est envisageable que si l'on se place du point de vue d'un tiers à la relation contractuelle. En effet, le bénéficiaire de la « sûreté » est un créancier étranger à la renonciation. Dans les renonciations à recours, le créancier bénéficiaire n'est pas nécessairement partie à la convention de renonciation. Or, en matière de sûreté, le bénéficiaire de la garantie est traditionnellement partie à l'engagement créant la sûreté. Ce changement de point de vue est difficilement justifiable sur un plan théorique.

En second lieu, on relèvera que dans le cadre d'une renonciation générale, cette dernière profite à l'ensemble des tiers. L'abdication ne bénéficiant pas à un créancier en particulier, le mécanisme ne pourra être qualifié de sûreté²²⁷. A l'inverse, on pourrait envisager de considérer les mécanismes entraînant une renonciation à recours particulière comme ayant une finalité identique à celle d'une sûreté.

69. **L'effet des financements structurés.** Les sûretés peuvent offrir une garantie sur un bien spécifique (sûreté réelle) ou sur une personne (sûreté personnelle). En matière d'effet comme en matière de finalité les financements altérants l'actif ont un fonctionnement proche

227 G. Marty, P. Raynaud et P. Jestaz, *Droit civil, les sûretés - la publicité foncière*, 2^{ème} ed., 1987, Sirey, p. 4 et s.

de celui des sûretés en permettant l'attribution d'un bien au profit du créancier. On relèvera toutefois qu'en matière de sûretés réelles traditionnelles cette réalisation passe en premier lieu par l'attribution de l'actif, alors que les financements structurés s'appuient sur une captation en amont de l'actif. Pour les financements structurés assurant le cantonnement du passif, ils permettent de satisfaire le créancier par des moyens différents de ceux traditionnellement utilisés en matière de sûretés. Ces mécanismes permettent d'accroître indirectement les chances de recouvrement de la créance pour les autres créanciers en éliminant certains concurrents potentiels en cas de concours sur les actifs du débiteur. Mais le point sur lequel le fonctionnement des financements structurés diffère le plus sensiblement de celui des sûretés est celui de la technique utilisée. Les financements structurés ne s'appuient pas sur la technique de l'accessoire.

70. **Le débat sur le caractère accessoire des financements structurés : la mise en place d'un mécanisme de garantie indépendant du rapport de droit principal.** On notera en premier lieu que la nécessité de s'appuyer sur la technique de l'accessoire pour pouvoir être reconnue comme une sûreté est aujourd'hui amoindrie par l'émergence de sûretés non accessoires. La doctrine considère cependant que la technique de structuration des sûretés traditionnelles consiste à reconnaître un droit d'agir accessoire au droit de créance²²⁸. La notion d'accessoire a alimenté de nombreux débats doctrinaux. Le professeur CABRILLAC propose de considérer qu'« un accessoire doit avoir été conçu pour le service exclusif d'une créance »²²⁹. Ce critère de l'exclusivité est aujourd'hui discuté²³⁰.

71. **Le rejet de l'accessoire : une méthode évitant la paralysie des accessoires de la créance.** On relèvera que le caractère accessoire de la sûreté fragilise cette dernière, comme le souligne le professeur CROCQ, il existe un risque « de voir l'efficacité de la sûreté remise en cause en raison de son caractère accessoire, car elle subit l'attraction du régime juridique (...) applicable à la créance »²³¹. Par application de l'adage *accessorium sequitur principale*, le créancier risque de voir la fragilisation du principal (la créance) affecter l'accessoire (la sûreté). L'accessoire s'ajoute au principal. C'est une sorte de position entre l'indépendance totale et l'intégration au principal. A l'inverse, les financements structurés intègrent la

228 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse préc, p. 225.

229 M. Cabrillac, « Les accessoires de la créance », études A. Weill, D., 1983, p. 115.

230 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. de C. Larroumet, éd. Defrénois, p. 164.

231 P. Crocq, « L'évolution des garanties de paiement : de la diversité à l'unité », Mélanges Mouly, Litec, 1998, p. 319.

« charpente » du financement. Pour les financements structurés modifiant l'actif, la mise en place d'un patrimoine neutre et indépendant²³² permet d'échapper à tout risque d'attraction d'une créance menacée. A l'inverse lorsque le créancier réduit ses droits dans le cadre d'un cantonnement de passif, le risque d'être intégré à la créance n'est plus un sujet puisque par essence ces mécanismes n'amoindrissent pas l'actif.

72. L'absence de caractère accessoire des financements structurés s'appuyant sur une entité *ad hoc* sociétaire. La mise en place d'une entité *ad hoc* constitue simplement la création d'un nouveau débiteur appelé à répondre des dettes nées de l'opération financée. Les créanciers exigent que le passif né de l'opération soit garanti par l'actif de l'entité *ad hoc* plutôt que par celui des actionnaires de la société en question. La création de la structure de financement permet donc d'influer sur les parties aux rapports d'obligation²³³. Dans la configuration où l'entité *ad hoc* s'appuie sur une société à responsabilité limitée, cette affirmation ne peut susciter aucun débat, le créancier n'ayant aucun recours direct sur l'actif du patrimoine des associés. On pourrait en revanche s'interroger dans le cadre d'entités *ad hoc* s'appuyant sur une société à responsabilité illimitée. Dans ce cas, il est envisageable de rechercher la responsabilité des associés afin de les faire contribuer au passif social. Cette possibilité subsidiaire ne suffit pas pour autant à considérer que la mise en place d'une société soit un droit accessoire de la créance²³⁴. La mise en place d'une entité *ad hoc* entraîne un changement de référentiel pour le droit de gage. Dans les deux cas précités, le créancier pourra s'appuyer sur un droit de gage général dont l'assiette est le patrimoine de l'entité *ad hoc*, et non celui des *sponsors*. Or le droit de gage général ne saurait être considéré comme un accessoire de la créance. Il est une composante de la créance de l'entité *ad hoc*²³⁵ et reste indépendant du patrimoine des *sponsors*²³⁶. Il est donc exclu de considérer la mise en place d'une entité *ad hoc* comme un élément accessoire de la créance. La force de cette structure est de réduire le risque sur la créance en l'isolant du reste du patrimoine des *sponsors*. La créance

232 Sur l'indépendance de l'entité *ad hoc* voir «2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective.», p. 45.

233 Voir en ce sens « le financement est logé au sein d'une société *ad hoc* elle porte le projet et donc son financement », G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 41.

234 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. de C. Larroumet, éd. Defrénois, p.158.

235 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, op. cit., spéc., p.16 ; J. Mestre, E. Putman et M. Billau, *Traité de droit civil - Droit commun des sûretés réelles*, 1^{ère} éd, 1996, LGDJ, p. 101.

236 Voir en ce sens « B. Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective » notamment « L'analyse du droit français de la notion d'indépendance. », p. 188.

n'étant plus menacée, la proximité entre la créance et l'instrument de modulation du risque de crédit n'est plus un sujet.

73. **L'absence de caractère accessoire des financements structurés s'appuyant sur un organisme de titrisation.** Lorsque l'entité *ad hoc* utilisée est un organisme de titrisation, il semble encore plus difficile d'envisager un lien d'accessoire. En effet, la fin de garantie n'est pas dissociable du rapport de créance sous-jacent. L'article L 214-168 du Code monétaire et financier consacre clairement le double objet de l'opération : « d'une part exposer l'organisme de titrisation à des risques par l'acquisition des créances »²³⁷ et « d'autre part assurer le financement ou la couverture de ces risques »²³⁸. Par définition, une entité de titrisation devra assurer soit le financement, soit la couverture du risque lié aux créances associées. De la même façon, les financements structurés assurant le cantonnement d'une partie du passif ne s'appuient pas sur la technique de l'accessoire.

74. **L'absence de recours à la technique de l'accessoire dans le cadre des renonciations.** Il convient de distinguer entre les deux grandes catégories de renonciation à recours : la renonciation *de jure* et la renonciation *de facto*. En matière de renonciation à recours *de facto* s'appuyant sur une entité *ad hoc*, on retrouve l'intégration que nous venons d'évoquer entre la structure de financement et la créance principale. En matière de renonciation *de jure*, le terme financement structuré prend tout son sens car cette renonciation s'incorpore à la structure même de la créance en limitant le périmètre de cette dernière. Or, comme le souligne le professeur JUILLET, pour pouvoir qualifier un droit d'accessoire il est nécessaire de pouvoir séparer le droit accessoire du principal²³⁹. Cette séparation n'est pas caractérisée en matière d'une renonciation à recours *de jure*. On peut s'interroger sur ce qui amène ces montages à s'intégrer directement au principal de la créance. Ces montages ont pour but de créer une « protection du débiteur et pour l'essentiel, limitent le risque patrimonial lié à l'entreprise, en cas notamment de procédure collective »²⁴⁰. Ces clauses ne grèvent pas l'actif du débiteur, elles permettent d'exclure une partie des créanciers potentiels des distributions. L'objet de ces clauses permet donc de ne pas craindre d'être intégré au sein de la créance. Un auteur considère que les conventions de renonciation à recours constituent un «

237 C. mon. fin. art. L. 214-168 al 1.

238 C. mon. fin. art. L. 214-168 al 2.

239 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. de C. Larroumet, éd. Defrénois, p.16 et s.

240 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, 2013, n° 3, p. 84 et s.

engagement sui generis »²⁴¹. Cette analyse semble pertinente au regard de l'objectif particulier qui préside à la mise en place de structures de financement assurant le cantonnement du passif.

Les financements structurés ne semblent pas présenter les caractéristiques des sûretés. En plus des différences que nous venons d'évoquer, les financements structurés ne s'appuient pas sur la notion de préférence qui constitue l'un des marqueurs des sûretés traditionnelles.

B. Une modulation du risque de crédit ne s'appuyant pas sur la préférence

75. **La notion de préférence.** La préférence est définie comme un « avantage de priorité, d'antériorité qui permet à un titulaire d'un droit plus fort d'exclure un concurrent »²⁴². On retrouve cette idée dans la définition du droit de préférence proposée par le professeur MOULY comme « tout droit susceptible de conférer à son titulaire une facilité plus grande dans la perception de sa créance »²⁴³. La notion de droits « préférentiels » est définie par la jurisprudence comme « des droits conférant au créancier un avantage particulier pour le recouvrement de sa créance, contrairement au droit de gage général institué par l'article 2284 du Code civil »²⁴⁴.

76. **Le lien entre notion de préférence et la notion de sûreté.** Un lien fort unit la notion de préférence et les sûretés traditionnelles. Il semble difficile de discuter la proximité des deux institutions notamment au regard du positionnement de l'article 2285 du Code civil (anciennement 2093). La référence traditionnelle aux « causes légitimes de préférence » permettant de déroger au principe du gage commun, se présente en préambule du livre IV dédié aux sûretés. Certains auteurs se refusent néanmoins à considérer que la préférence est un critère de la définition des sûretés. Ainsi le professeur MOULY affirme que « l'idée de concours entre sûretés sur le bien, si elle est importante pour une bonne conception du crédit, ne paraît pas être un pilier nécessaire de la notion de sûreté »²⁴⁵. Le professeur LEGEAIS discute cette position en matière de sûretés réelles, affirmant clairement que cette notion «

241 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 87.

242 G. Cornu, *Vocabulaire juridique de l'association Henri Capitant*, 11^{ème} éd., 2013, PUF, p.789 v. « Préférence ».

243 C. Mouly, *Les causes d'extinction du cautionnement*, 1979, Litec, p. 493, n° 411.

244 Cass. 1^{ère} Civ. 21 mars 1984, n° 83-10035 ; note E. Cordelier, RTD Com., septembre 2004, n°4, p. 667 et s.

245 C. Mouly, « Procédure collective, assainir le régime des sûretés », étude Roblot, LGDJ, 1984, p. 529.

repose sur la technique de l'affectation préférentielle d'un bien ou d'un ensemble de biens au profit du créancier»²⁴⁶.

77. **Le lien entre notion de préférence et la notion de sûreté traditionnelle.** Si l'affirmation consistant à considérer la préférence comme un élément de définition de l'ensemble des sûretés peut être discuté, il semble difficile de contester que la majorité des sûretés dites « traditionnelles » s'appuient sur ce concept. Le législateur a d'ailleurs défini certaines institutions clef du droit des sûretés en se référant à la notion de préférence. Le gage est ainsi défini par l'article 2333 du Code civil comme « une convention par laquelle le constituant accorde à un créancier le droit de se faire payer par préférence à ses autres créanciers ». On retrouve cette même logique en matière d'hypothèque et de privilège²⁴⁷. Ce droit de préférence permet théoriquement « de se faire payer en rang prioritaire sur la valeur dégagée par la réalisation du bien »²⁴⁸. L'isolement du financement comprend deux aspects : la modification de l'actif via un véhicule financier et le cantonnement du passif. Ces deux aspects de l'isolement influent sur le recouvrement de la créance, sans s'appuyer la préférence.

78. **La renonciation à recours et la préférence.** Par nature, les financements structurés permettant de cantonner les recours des créanciers ne s'appuient pas sur la notion de préférence. Ces clauses constituent un outil de transfert du risque. Elles ne font jamais directement référence à la notion de préférence. Au contraire, elles s'appuient sur l'abdication du créancier d'une partie de ses droits. On peut en revanche s'interroger sur le recours à la préférence pour les mécanismes dont la finalité est la modification de l'actif, notamment via la mise en place d'une entité *ad hoc*.

79. **Les entités *ad hoc* et la préférence.** La notion de préférence renvoie à une logique de de concours. Lorsqu'ils cherchent à modifier l'actif, les financements structurés tenteront le plus souvent de prendre de vitesse la procédure collective et le concours qui en découle. Pour cela, la mise en place d'une entité *ad hoc* permet de garantir la position des créanciers avant

246 D. Legeais, Rép. civ. Sûretés, octobre 2016, p. 2, n° 16.

247 « Le gage est une convention par laquelle le constituant accorde à un créancier le droit de se faire payer par préférence à ses autres créanciers sur un bien mobilier ou un ensemble de biens (...) » et C. civ. art. 2323 « Les causes légitimes de préférence sont les privilèges et hypothèques », C. civ. art. 2333.

248 J. Mestre, E. Putman et M. Billau, *Traité de droit civil - Droit commun des sûretés réelles*, 1^{ère} éd, 1996, LGDJ, p. 113.

même l'apparition des premières difficultés et de placer le créancier hors du périmètre de la saisie collective.

80. **La mise en place *ab initio* de la garantie du créancier.** Les sûretés traditionnelles comme l'hypothèque²⁴⁹ ou le gage²⁵⁰ prennent effet avec le non-respect du droit de créance et l'impayé. Le positionnement des financements structurés s'appuyant sur une entité *ad hoc* est différent. Dans le cadre du financement de projet, les actifs seront isolés du reste du patrimoine du débiteur dès le début du projet. Le mécanisme de protection s'appuyant sur la propriété prend effet *ab initio*, et ne cessera d'être actif que dans le cadre d'un évènement le plus souvent influencé par le paiement de la créance. Face à un financement structuré altérant la saisie collective, la procédure collective ne pourra donc pas se contenter de paralyser un mécanisme au moment de son activation, mais devra revenir sur une situation juridique établie. Cette logique va de pair avec les stratégies classiques d'évitement des financements structurés visant à exploiter les limites temporelles de la procédure collective. Le créancier cherche à consolider sa position avant même l'ouverture de la procédure collective. L'un des exemples les plus classiques de financement permettant d'isoler un actif via une entité *ad hoc* est le schéma des *singles ship companies* retenu en matière maritime²⁵¹. Dans cette configuration, chaque société ne comprendra qu'un seul actif : un navire. Le ou les créanciers ayant financé l'actif sont les seuls créanciers du SPV. Comme l'explique le professeur MOULIN, « la pratique des *single ship companies* (...) permet, dans le cadre d'une activité conglomérale, d'isoler les diverses activités exploitées dans autant de structures sociétaires que nécessaire, ce cloisonnement lié à l'autonomie des personnes morales les unes vis-à-vis des autres, étant de nature à réduire l'exposition globale au risque de défaillance du patrimoine de l'ensemble économique ainsi constitué »²⁵². A nouveau, les financements structurés exploitent un principe fondamental du droit des sociétés, en l'espèce « le sacro-saint principe de l'autonomie de la personnalité morale »²⁵³. Cette configuration ne laisse pas de place à une éventuelle compétition entre les créanciers puisque ces créanciers ne sont simplement pas sur le même plan que les autres créanciers du débiteur.

249 « le créancier hypothécaire impayé peut demander (...) que l'immeuble lui demeure en paiement », C. civ. art. 2458.

250 « A défaut de paiement (...), le créancier peut faire ordonner (...) la vente du bien », C. civ. art. 2346.

251 P. Delebecque, « Les "single ship companies" », Mélanges P. Le Cannu, Dalloz, 1994, p. 119 et s.

252 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

253 R. Dammann, « Le détournement de la protection du patrimoine les mesures de protection du patrimoine en droit des affaires : le fractionnement du patrimoine par constitution d'une fiducie ou d'une société filiale », RJ com., 2015, n° 2, p. 268.

L'habileté de la méthode utilisée par les financements altérant la saisie collective n'est pas discutable. Les financements structurés s'appuient sur des montages exploitant les limites du droit des procédures collectives pour redéfinir le périmètre de l'actif et du passif soumis à cette dernière. Si la méthode est originale, notamment au regard de celle des sûretés traditionnelles, le résultat auquel ces structures de financements aboutissent n'en est pas moins néfaste pour la procédure collective. Des notions aussi fondamentales que celles du concours, de l'aspect universel et collectif de la procédure ou de l'égalité des créanciers sont remises en cause par la multiplication des financements structurés.

Chapitre 2

Les financements paralysant la saisie collective et les principes du droit des faillites

81. **Les financements face aux principes du droit des faillites.** Le professeur LUCAS souligne que « la procédure collective est traditionnellement totale et globale, au sens où elle appréhende l'ensemble des biens du débiteur et où elle contraint l'ensemble de ses créanciers »²⁵⁴. Les financements structurés entraînent l'émergence d'une double problématique en matière de concours. La multiplication des financements structurés porte atteinte à ces deux aspects traditionnels : la multiplication des véhicules de financements français et étrangers fragilise notamment l'aspect universel (1) et la renonciation à recours remet en cause l'aspect collectif (2).

Section 1. Les entités *ad hoc* et les principes du droit des faillites

82. **La multiplication des entités *ad hoc* face aux principes du droit des faillites.** La multiplication des véhicules financiers modifiant l'actif n'est pas neutre vis-à-vis de la procédure collective. Elle entraîne une fragilisation d'une règle cardinale de la procédure : l'aspect universel du concours (1§). Cette remise en cause du concours entraîne un morcellement de la procédure qui a de nombreux impacts sur la procédure (2§).

254 F.X Lucas, « Caractère collectif de la procédure et sauvegarde financière accélérée », RPC, 2012, n° 3, p. 93.

1§. La multiplication des véhicules financiers et l'aspect universel de la procédure collective

83. **Les entités *ad hoc* et remise en cause du concours.** En multipliant les véhicules financiers dans un même montage, le droit des financements structurés profite de la difficulté qu'a droit des procédures collectives à appréhender le groupe de société (A). Cette multiplication entraîne une fragilisation du concours (B)

A. La multiplication des véhicules financiers et les difficultés à appréhender le groupe

84. **Les véhicules profitant des difficultés des procédures collectives à appréhender le groupe.** Le groupe n'est pas une personne morale, il ne peut donc faire l'objet d'aucune procédure d'insolvabilité. Malgré le caractère parfois relativement théorique de l'autonomie des filiales²⁵⁵, les entités juridiques qui le composent devront en principe être traitées de façon isolée. La majorité des véhicules utilisés dans le cadre des montages structurels sont des entités de droit privés éligibles aux procédures collectives. Les procédures collective qui seront ouvertes pour chaque véhicules seront indépendantes juridiquement les unes des autres, mais fortement imbriquées économiquement. Les possibilités de traitement coordonné des procédures d'insolvabilités sont limitées. Le droit français offre deux possibilités : l'extension de procédure et le renvoi des procédures devant une même juridiction « lorsque les intérêts en présence le justifient ». La question de l'extension de procédure fera l'objet d'une analyse approfondie plus loin dans cette étude²⁵⁶. Pour ce qui est de la réunion des procédures au visa de L. 662-2 du Code de commerce, il est intéressant de relever l'évolution récente de la législation qui devrait améliorer l'efficacité des procédures collectives face aux montages structurels les plus simples²⁵⁷.

85. **Le palliatif : le renvoi devant une juridiction unique des différentes procédures « lorsque les intérêts en présence le justifient ».** Le législateur, conscient qu'une vision entité par entité pouvait être exploitée par les montages structurels a tenté de réformer les

255 P. Roussel Galle, « Le groupe de sociétés en procédure collective », LPA, 2010, n° 80, p. 54 et s.

256 Voir en ce sens « Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective », p. 182.

257 Les montages structurels les plus simples sont ceux s'appuyant sur des entités *ad hoc* de nature sociétaire et ne comportant aucun élément d'extranéité.

possibilités de renvoi des procédures devant une même juridiction. L'article 233 de la loi du 6 août 2015 (codifié à l'article L662-8 du Code de commerce) permet depuis mars 2016, au tribunal compétent « de connaître de toute procédure concernant une société qui détient ou contrôle, au sens des articles L. 233-1 et L. 233-3, une société pour laquelle une procédure est en cours devant lui. Il est également compétent pour connaître de toute procédure concernant une société qui est détenue ou contrôlée, au sens des articles L. 233-1 et L. 233-3, par une société pour laquelle une procédure est en cours devant lui. ». Comme le relève un auteur, avec cette évolution « le tribunal devant lequel est ouverte une procédure amiable ou collective deviendra compétent pour connaître des difficultés de sociétés contrôlées ou contrôlant celles dont il est déjà en charge »²⁵⁸. Par ailleurs, cet article permet la désignation d'un administrateur judiciaire et d'un mandataire judiciaire communs à l'ensemble des procédures. Cette évolution devrait faciliter considérablement le traitement de montages structurels de type LBO notamment en permettant la synchronisation des procédures de la holding et de la société opérationnelle. Cette évolution ne sera cependant efficace que face à des financements structurés s'appuyant sur les formes les plus simples d'entité *ad hoc*. Car tant L. 662-8 du Code de commerce lui-même que les articles qu'il cite (L. 233-1 et L. 233-3) posent comme condition préalable de cette « extension de la compétence du tribunal » d'être face à des entités *ad hoc* de nature sociétaire. La limite restera sans doute les actifs logés dans des véhicules plus complexes, comme les entités de nature non sociétaire (fonds commun de titrisation ou fiducie). Par ailleurs, ce nouvel instrument juridique ne sera d'aucun secours lorsque les entités *ad hoc* seront marquées par un élément d'extranéité.

86. **L'utilisation des limites territoriales de la procédure collective.** Dans le cadre d'un montage structurel impliquant des implantations à l'international, les possibilités offertes par l'agencement de multiples véhicules sont encore plus nombreuses qu'en cas d'utilisation de véhicule soumis au droit interne. En effet, « les voies d'exécution restent nationales et territoriales cantonnant la procédure collective aux frontières de son État d'ouverture »²⁵⁹. Cette situation permet d'envisager l'exploitation ingénieuse des limites territoriales des différentes procédures et favorise le « forum shopping ». Un traitement plus ou moins coordonné des procédures des différents véhicules sera envisageable selon que l'entité *ad hoc* est localisée en Europe ou en dehors.

258 N. Pelletier, « Nouvelles règles de compétence pour les groupes de sociétés », LEDEN, 2015, n°9, p. 7.

259 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », RPC, 2011, n°1, p. 95 et s.

87. **Les véhicules profitant des difficultés des procédures collectives à appréhender le groupe européen.** La Cour de justice a imposé une vision « déstructurée »²⁶⁰ des montages s'appuyant sur de multiples entités *ad hoc* en précisant qu'« il existe une compétence juridictionnelle propre pour chaque débiteur constituant une entité juridiquement distincte »²⁶¹. Cette vision combinée avec le principe de libre établissement²⁶² permet d'envisager de placer et de déplacer le siège de la société avant la demande d'ouverture de la procédure²⁶³. Conscient de ce risque, le législateur européen a mis au point des dispositifs dont le but est d'« empêcher la recherche frauduleuse ou abusive de la juridiction la plus favorable » notamment en refusant « d'appliquer la présomption selon laquelle le centre des intérêts principaux est (...) le lieu du siège statutaire, (...) où le débiteur a transféré son siège statutaire ou son lieu d'activité principal dans un autre État membre au cours des trois mois précédant la demande d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité »²⁶⁴. Si ce dispositif constitue un premier pas louable vers une prise en compte des montages structurels, il reste limité. Le transfert du siège social du véhicule quelques mois avant l'ouverture de la procédure collective constitue sans doute la forme la plus grossière de montage structurel intégrant un élément d'extranéité. Comme nous l'avons déjà évoqué, les praticiens des financements structurés tendent le plus souvent à mettre en place leurs montages dès la mise en place du financement. Contrairement aux sûretés dont l'activation est souvent subordonnée à l'incident de paiement, les montages des financements structurés sont souvent actifs par défaut et dès la mise en place du financement. Ce *modus operandi* permet aux créanciers de bénéficier d'une situation juridique plus sûre. Le nouvel article 3 du Règlement européen ne sera donc utile que dans un nombre de cas relativement restreint. Dans les autres configurations, les entités *ad hoc* devront être traitées de façon isolée. Ce risque est d'autant plus important que les deux correctifs traditionnellement retenus en droit français pour lutter contre les montages

260 L-C Henry, « Les enjeux des montages au regard de la réglementation européenne », RPC, 2013, n° 3, p. 62 et s.

261 CJCE, 2 mai 2006, n° C-341/04, Eurofood, note F.-X. Lucas, D., septembre 2006, n°32, p. 2250 et s. ; P. Pétel, JCP E, novembre 2006, n° 45, p. 2044 et s. ; M. Menjucq, JCP E., septembre 2006, n°23, p. 1124 et s. ; R. Dammann et M. Ollivry, JCP E, novembre 2006, n°46, p. 1938 et s. ; J.-L. Vallens, JCP E, juillet 2006, n° 27, p. 1220 et s.

262 CJCE 9 mars 1999, n°. C-212/97, Centros Ltd, note G. Parléani, avril 1999, Rev. Sociétés, n°2, p.386 et s., J.P. Dom, juin 1999, BJS, n°6, p.705 et s. ; CJCE, 5 novembre 2002, n°. C-208/00, Überseering BV, note M. Menjucq, mars 2003, JCP E, n°12, p. 520 et s. ; note L. Idot, janvier 2003, Europe, n°1, p.20 et s. ; CJCE, 30 septembre 2003, n° C-167/01, Inspire Art Ltd ; note L. Idot, novembre 2003, Europe, n°11, p.27 et s. ; note C. Maubernard, avril 2003, Revue des affaires européennes, n°2, p. 304 et s. ; CJUE, 12 juillet 2012, n° C-378/10, Vale Építési kft ; note T. Mastrullo, JCP E, septembre 2012, n°38, p. 23 et s.

263 P. Roussel Galle, « La proposition de révision du règlement n° 1346/2000 sur les procédures d'insolvabilité, entre prudence et audace », JCP E, 2013, n° 12, p. 9.

264 Règlement européen n° 2015/848, 20 mai 2015, relatif aux procédures d'insolvabilité, considérant 31 et art. 3.

structurels sont difficilement envisageables dans le contexte du Règlement européen. En effet, l'extension de procédure et le renvoi devant une juridiction commune sont difficiles à mettre en œuvre face à des véhicules européens.

88. **La possibilité limitée d'obtenir l'extension transfrontalière face à un véhicule soumis au règlement insolvabilité.** L'extension de procédure constitue l'un des moyens en droit interne d'appréhender ensemble les différentes entités *ad hoc* qui composent le financement structuré. L'extension de procédures est plus difficile à mettre en œuvre dans le cadre de véhicules européens. La configuration du financement structuré s'appuyant sur des structures juridiques implantées dans différents pays est répandue. Cette configuration est notamment celle des montages s'appuyant sur des *Lux-co* (la société opérationnelle est en France et la holding au Luxembourg). Cependant pour pouvoir obtenir une confusion de patrimoine vis-à-vis d'un véhicule européen, il est nécessaire de démontrer d'une part que les critères de la confusion de patrimoine sont établis (notamment l'existence de relations anormales entre les sociétés ou d'une fictivité) et, d'autre part, que les deux entités ont leur COMI dans le même état membre. Ces exigences sont cumulatives. La seule démonstration de l'existence d'une confusion de patrimoine au sens du droit français n'est pas suffisante. Ainsi, bien que les conditions du droit français de l'extension pour confusion des patrimoines fussent vérifiées, la Cour de cassation avait interrogé la CJUE pour déterminer si cette démonstration était suffisante pour obtenir l'extension de la procédure. Dans l'affaire Rastelli²⁶⁵, la CJUE affirme clairement que la demande d'extension ne pourra aboutir qu'à la condition que les deux entités aient leurs COMI localisés dans le même état membre. La confusion de patrimoine demeure donc impunie lorsque deux sociétés d'un même groupe sont situées dans deux Etats membres différents. La CJUE justifie sa position en affirmant que « si l'unicité de procédure est justifiée par la constatation que les deux débiteurs forment, en raison de la confusion de leurs patrimoines, une unité de fait, cette constatation est sans incidence sur la personnalité juridique des deux débiteurs ». Comme le souligne un auteur « cet argument ne paraît pas d'une portée suffisante tant on sait à quel point les montages de sociétés et le forum shopping permettent aisément de morceler grâce au recours à la personnalité morale, un même patrimoine au sein d'entités juridiquement distinctes. »²⁶⁶. La reprise de l'exigence de

265 CJUE, 1^{er} ch., 15 décembre 2011, n°C-191/10, Sté Rastelli Davide ; Note J-E Kuntz et V. Nurit, BJS, mars 2012, n° 3, p. 240.

266 J.-E. Kuntz et V. Nurit, « Extension de procédure d'insolvabilité pour confusion des patrimoines : fin du suspens », BJS, 2012, n° 3, p. 240 ; Y. Paclot et D. Poracchia, « Conditions de l'extension d'une procédure d'insolvabilité, ouverte en France, à une société dont le siège est en Italie », JCP E, 2012, n°5, p. 21 et s.

l'arrêt Rastelli par les juridictions françaises²⁶⁷ favorise l'instrumentalisation du règlement par les groupes de sociétés. Ce risque est d'autant plus fort que les instruments permettant d'envisager de coordonner les différentes procédures sont encore relativement limités.

89. La coordination des procédures des différentes structures composant le montage.

Comme en droit interne, la notion de groupe n'est pas reconnue en droit européen des faillites. Dans les deux cas, le traitement de chacune des structures juridiques du « groupe » se fait en principe de façon isolé. Le droit français permet via les articles L 662-2 et L 662-8 du Code de commerce de regrouper les différentes procédures devant un juge unique « lorsque les intérêts en présence le justifient ». Le Règlement européen n'offre pas d'instrument équivalent pour lutter contre les montages structurels européens. L'article 61 du nouveau Règlement européen de 2015²⁶⁸ offre la possibilité de demander l'ouverture d'une procédure de coordination collective. Il convient cependant de ne pas exagérer la portée de cette évolution. Cette procédure permet seulement de coordonner de multiples procédures ouvertes dans différents Etats membres. Le rôle du coordinateur n'est pas de piloter une procédure collective devenue européenne, mais de définir et d'élaborer « des recommandations pour la conduite coordonnée des procédures d'insolvabilité »²⁶⁹. Si dans le cadre du Règlement européen, les outils permettant d'envisager un traitement coordonné de l'ensemble des entités sont limités, la coordination devient pratiquement impossible lorsque les différents véhicules sont localisés hors de la juridiction d'un état soumis au règlement insolvabilité.

90. Les véhicules profitant des difficultés des procédures collectives à appréhender le groupe international.

Le professeur COURET résume la position du droit français en matière de faillite internationale, en affirmant qu'elle relève d'un « universalisme tempéré »²⁷⁰. Certes, le droit des faillites prend en compte tant l'actif localisé à l'étranger²⁷¹ que le passif généré auprès des créanciers étrangers²⁷². Mais la procédure ouverte à l'étranger peut rester ignorée par les tribunaux français s'ils s'estiment compétents à l'égard du débiteur

267 CA de Paris, 21 janvier 2014, n° 13/15887 ; Note F.X Lucas, LEDEN, 2014, n° 2, p. 1.

268 Règlement européen n° 2015/848, 20 mai 2015, relatif aux procédures d'insolvabilité.

269 Règlement européen n° 2015/848, 20 mai 2015, relatif aux procédures d'insolvabilité, art. 72.

270 A. Couret, « L'harmonisation : voie et degré de convergence entre les droits nationaux, européens et internationaux », LPA, 2006, n° 209, p. 31.

271 Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, n° 00-22334 ; note P. Roussel-Galle, JDI, janvier 2003, n°1, p. 132 ; note M. Menjuq, JCP E, octobre 2003, n°42, p. 1675 ; note H. Muir Watt, RCDIP, octobre 2003, n°4, p. 631.

272 Cass. 1^{ère} civ., 10 Juillet 2001, n°00-04104 ; note M.N Jobard-Bachelier, GP, juillet 2002, n°202, p. 13 ; note N. Cayrol, LPA, avril 2002, n°86, p. 18.

en difficulté tant que cette procédure n'aura pas été revêtue de l'exequatur²⁷³. En l'absence d'exequatur et malgré l'adage « procédure sur procédure ne vaut », le risque est de voir le débiteur soumis à deux procédures concurrentes. Chacune de ces procédures étant considérée comme principale dans l'État d'ouverture. Contrairement au cas d'un véhicule européen, aucun mécanisme de coordination n'est envisageable face aux montages internationaux. On relèvera que certains auteurs seraient d'ailleurs favorables à l'adoption, en droit international, d'outils de coordination proches de ceux adoptés en matière européenne²⁷⁴. Par ailleurs, si une extension de procédure est envisageable, ses effets seront souvent réduits.

91. L'extension des procédures transfrontalières dans le contexte d'un véhicule non soumis au règlement insolvabilité. La possibilité de solliciter une extension de procédure face à une entité juridique hors Europe reste régie par les règles traditionnelles du droit interne. Comme le souligne un auteur « en l'absence de portée internationale du règlement (CE) n° 1346/2000, l'arrêt Rastelli n'a pas affecté la jurisprudence française admettant l'extension de procédure dans le cadre international »²⁷⁵. La jurisprudence française admet l'extension de procédure dans le cadre international²⁷⁶. Si la reconnaissance d'une extension de procédure par les juridictions françaises est envisageable, ces effets auront en pratique une portée extrêmement limitée tant que cette procédure n'aura pas été reconnue par la juridiction étrangère. Tant que l'exequatur n'a pas été obtenu, les actifs localisés à l'étranger sont hors d'atteinte de la procédure collective ouverte dans un État membre, l'effet réel de cette procédure collective n'atteignant pas les biens situés hors de France. En réalité, si la demande d'exequatur est rejetée ou simplement faite après l'ouverture d'une procédure collective locale, il sera impossible de lutter contre le cloisonnement mis en place par le montage. Il existe alors un risque que le montage affecte l'efficacité de la procédure collective. Il semble que cette difficulté de prise en compte des montages issus des financements structurés puisse aboutir à fragiliser le concours.

B. La multiplication des véhicules financiers et la fragilisation du concours

273 Cass. Com. 11 avril 1995, n° 92-20.032; note M. Vasseur, D., décembre 1995, n°44, p. 640.

274 R. Dammann, « La faillite internationale de groupes de sociétés. - Les travaux de la CNUDCI », JCP. E, 2015, n° 30-35, p. 1481.

275 M. Menjucq, « Les enjeux des montages au regard du droit international », RPC, 2013, n° 3, p. 65 et s.

276 Cass. com., 16 mars 1999, n° 95-14997 ; M. Menjucq, « Compétence des tribunaux français en matière de procédures collectives et traité franco-belge », BJS, 1999, n°6, p. 637.

92. **La multiplication des financements structurés altérant l'actif : la fragilisation du concours.** Les financements structurés s'appuyant sur des véhicules financiers sont le stéréotype de « l'anticorps formé en réaction contre la loi du concours »²⁷⁷. La multiplication des entités *ad hoc* semble par nature incompatible avec la mise en place d'un concours. Le concours peut être défini dans une acception stricte comme une « situation de concurrence entre des personnes investies, sans ordre de préférence, de droits de mêmes natures sur une même masse de biens »²⁷⁸. Cette vision classique du concours, cantonnant la concurrence aux seuls créanciers de même nature risquait d'être vidée de sa substance par la multiplication des causes de préférence²⁷⁹. Ce qui a amené certains auteurs²⁸⁰ à proposer une nouvelle définition de la notion de concours. Le concours serait « l'hypothèse où plusieurs créanciers, chirographaires ou non, prétendent exercer simultanément leurs droits sur les mêmes sommes »²⁸¹. Cette vision du concours supposant la réunion de créanciers de différents rangs semble plus pertinente au regard de la jurisprudence actuelle²⁸². Nous nous appuyons donc sur la définition du concours proposée par un auteur qui affirme que le concours suppose « la réunion au sein d'une même procédure, de créanciers réalisant simultanément leurs droits sur un même bien »²⁸³. Le concours suppose une réunion rendue impossible dans le cadre de financements structurés s'appuyant sur de multiples véhicules *ad hoc*.

93. **Le concours et les patrimoines tiers.** La sortie anticipée de l'actif lors de la mise en place du financement et de l'entité *ad hoc* permet d'échapper à la loi du concours²⁸⁴. Cette mise hors concours s'appuie comme nous l'avons vue sur les deux stratégies distinctes dans le cadre des financements structurés: l'utilisation d'une dérogation légale et l'exploitation des limites de la procédure collective.

277 P. Ancel, « Nouvelle sûreté pour créancier échaudés », Cahier droit de l'entreprise, 1989, supplément n°5, p.5.

278 G. Cornu, *Vocabulaire juridique de l'association Henri Capitant*, 11^{ème} éd., 2013, PUF, p.225 v. « concours ».

279 L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2012, préf. de P. Crocq, L.G.D.J, Bibliothèque de droit privé, p. 40.

280 R. Perrot et P. Thery, *Les procédures civiles d'exécution*, 3^{ème} éd, 2013, Dalloz, p. 1 et s.

281 L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2012, préf. de P. Crocq, L.G.D.J, Bibliothèque de droit privé, p. 40.

282 Cass. Ass. Plénière 13 Février 1973, n°74-14127 qui affirme « que tant que leurs créances n'ont pas été admises, les créanciers bénéficiant d'une sûreté spéciale ne peuvent exercer le droit de poursuite individuelle » et soumet ainsi les créanciers privilégiés à la discipline collective du concours.

283 L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, *op. cit.*, spéc., p. 199.

284 L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, *op. cit.*, spéc., p. 35.

94. **Les méthodes de dérogation au principe du concours.** La première méthode consiste à s'appuyer sur une dérogation légale au droit de gage général. Le législateur a posé ce type de dérogation dans un nombre limité de cas. On retrouve notamment cette configuration en matière d'organisme de titrisation. L'article L 214-169 du Code de commerce affirme clairement « par dérogation à l'article 2285 du Code civil (...), les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations et ne bénéficient que des droits et actifs qui concernent ce compartiment ». La seconde méthode consiste à exploiter les limites réelles de la procédure collective. En isolant *ab initio*, certains actifs du reste du patrimoine du débiteur, les créanciers s'appuyant sur une entité *ad hoc* empêchent les autres créanciers d'exprimer une quelconque prétention sur ce bien. La mise en place d'une entité *ad hoc* intervient en amont de la saisie collective et aboutit à la « création de cloisonnements »²⁸⁵. Cette situation est analysée par le professeur CROCQ comme celle où l'on « évince les droits des autres créanciers sans même entrer en concours avec eux puisque le bien est sorti du patrimoine du débiteur »²⁸⁶. Cette méthode empêche la réunion des créanciers. Or cette étape est un prérequis à la mise en place du concours. Cette méthode perturbe la procédure collective en empêchant la saisie collective de certains biens du débiteur. Car, comme le relève le professeur LE CORRE²⁸⁷, « la collectivisation de la satisfaction des créanciers passe par une restriction de leurs droits individuels ». Dans le cas des financements s'appuyant sur une entité *ad hoc*, aucune réduction des droits des créanciers bénéficiaire n'est envisageable. On relèvera que cette configuration n'est pas unique, la jurisprudence²⁸⁸ avait déjà admis certaines dérogations à la règle du concours. Le bien est placé dans un périmètre où la procédure collective n'a pas vocation à s'étendre²⁸⁹. On retrouve une logique proche lors de la mise en place de véhicules marqués par un élément d'extranéité. Comme le relèvent certains auteurs, « dès lors que les biens situés à l'étranger sortent du périmètre de la procédure, le débiteur, ses créanciers, peuvent prétendre en disposer en marge de la procédure, sans respecter la loi du concours, échappant ainsi à la discipline collective »²⁹⁰. Certains praticiens évoquent une « mise hors-concours »²⁹¹. En paralysant

285 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, 2013, n° 3, p. 84 et s.

286 P. CROCQ, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 203.

287 P-M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.66.

288 Cass. Com. 19 Décembre 1972, n°71-11556.

289 F. Macorig-venier, « L'exclusivité », LPA, 2011, n°30, p. 59.

290 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », RPC, 2011, n° 1, p. 95 et s.

291 « Cette (...) sûreté-proprété (une fiducie) a la vertu de mettre une partie du patrimoine du débiteur à l'abri du concours ». J. Henrot, « Financement LBO et Entreprises en difficulté », RDBF, 2007, n°3, p. 83.

ainsi le concours, le créancier remet en cause la logique classique du classement²⁹² qui repose sur une logique de préférence. Comme l'explique le Doyen CACHARD « une (...) préférence (...) organise une hiérarchie entre les prétentions concurrentes mais n'écarte par principe aucune d'entre elle »²⁹³. La multiplication des véhicules financiers génère une discussion opposant deux méthodes de traitement de la faillite.

95. **La logique germanique de la course.** La première logique issue d'un système de type germanique est basée sur la course²⁹⁴. L'esprit de cette méthode consiste à favoriser « la reconnaissance de multiples saisies individuelles portant sur différents objets déterminés »²⁹⁵. Le conflit entre deux créanciers se règle alors en fonction de l'antériorité des droits. Cette logique a animé pendant une période une partie du droit coutumier français²⁹⁶. On retrouve encore aujourd'hui une logique proche en droit français dans certains cas de concurrence entre sûretés (notamment via la règle *prior tempore potior jure*²⁹⁷). Cette logique n'établit pas d'ordre de priorité entre les créanciers. Dans cette acception, les créanciers considérés comme les plus méritants sont souvent les plus diligents dans le recouvrement. Les conflits sont souvent tranchés selon le critère de l'antériorité²⁹⁸. Cette logique favorise clairement le créancier s'appuyant sur une entité *ad hoc* qui capte l'actif en amont des difficultés. Lorsque la logique consiste à favoriser le plus diligent, ce créancier sera donc souvent le premier servi.

96. **La logique latine du concours.** Cette logique s'oppose à une seconde logique, plus traditionnelle en droit français, issue du droit romain s'appuyant sur le concours et l'égalité²⁹⁹. Dans ce système, suite à la requête d'un créancier, le magistrat nommait un « curator » pour administrer le patrimoine du débiteur, qui désignait à son tour une personne en charge de

292 « Le droit exclusif permet permettant d'exclure tout concours, (...) et donc d'échapper aux règles du classement. ». L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2012, préf. de P. Crocq, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, p. 81.

293 O. Cachard, « l'exclusivité », Mélanges P. Didier, Economica, 2008, p 215 et s.

294 Voir sur ce débat M. Vasseur *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 149.

295 C. Leguevaques, « L'égalité des créanciers dans les procédures collectives : flux et reflux », GP., 2002, n° 218, p. 2.

296 « L'article 178 de la nouvelle coutume de Paris adoptait le privilège du premier saisissant », O. Martin, *La Coutume de Paris, Trait d'union entre le droit romain et les législations moderne*, t. 2, fasc. 2, 1925, Recueil Sirey, p. 545.

297 Cass. Com 3 janvier 1996 n°93-21675 et n°94-10513 sur le cas du conflit entre un cessionnaire dailly et un factor ; note M. Cabrillac, RTD Com, avril 1996, n°2, p. 311.

298 «Le principe retenue en matière de règlement des conflits entre créanciers exclusif est l'antériorité des dates et dates d'opposabilité», L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, op. cit., spéc., p. 506 et s.

299 Voir sur ce débat M. Vasseur *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 149.

répartir le prix de vente entre les créanciers³⁰⁰. Le caractère collectif ainsi imprimé permet, comme le rappelle le professeur LUCAS, de substituer « à l'anarchie des poursuites individuelles (...) engagées par les créanciers cherchant à recouvrer leur créance, (...) une procédure d'apurement cohérent et ordonné du passif »³⁰¹. Dans cette conception, « la mainmise des créanciers sur le patrimoine du débiteur (dans le cadre des procédures collectives) n'est que l'application de l'article 2285 du Code civil, aux termes duquel, les biens du débiteur sont le gage commun des créanciers. »³⁰². La répartition des fruits de la saisie collective entre des créanciers considérés comme égaux.

Cette remise en cause du concours par la mise en place d'une multiplicité de véhicules financiers réduit l'efficacité de la procédure collective et génère de multiples traitements individualisés qui mettent en péril l'équilibre des intérêts en présence³⁰³ fragilisant de façon incidente l'égalité des créanciers.

2§. Les conséquences du morcellement de la procédure

97. **Les financements structurés : un instrument de l'intérêt particulier.** Le montage sert l'intérêt particulier des créanciers qui le mettent en place. Ces montages peuvent présenter une menace pour l'intérêt général en réduisant l'efficacité de la procédure collective (A) et pour l'intérêt des autres créanciers en générant des traitements inégaux (B).

A. La remise en cause des objectifs de la procédure collective

98. **Les risques liés à un morcellement du gage commun des créanciers : une réduction de l'efficacité des procédures collectives.** Comme l'explique le professeur ANSAULT, les entités *ad hoc* devraient permettre « en théorie, à leur bénéficiaire d'ignorer juridiquement la procédure collective du débiteur puisque celle-ci est appelée à déployer ses effets exclusivement sur son patrimoine »³⁰⁴. Les théoriciens et les praticiens des procédures collectives³⁰⁵ partagent le constat d'une diminution des actifs soumis à l'effet réel de la

300 R. Monier, *Manuel élémentaire de droit romain*, 6^{ème} éd., 1947, Domat-Montchrestien, p.173.

301 F.X Lucas, « Caractère collectif de la procédure et sauvegarde financière accélérée », *RPC*, 2012, n° 3, p. 93.

302 R. Nemedeu, « Le principe d'égalité des créanciers : vers une double mutation conceptuelle (Etude à la lumière du droit français et Ohada des entreprises en difficulté) », *RTD Com.*, 2008, n°2, p. 241.

303 B. Soenne, *Traité des procédures collectives*, 2^{ème} éd, 1995, éd. Litec, p. 1409.

304 J-J Ansaull, « La cession Dailly dans la tourmente des procédures collectives », *JSS*, 2012, n° 96, p.12.

305 F. Pérochon, C. Delattre, S. Gorrias et J-P. Lambert « Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des cloisonnements de patrimoines : vers l'implosion de la procédure collective », *BJE*, 2013, n° 5, p.

procédure collective en raison de la construction de patrimoine *ad hoc* aux contours étroits. Il faut donc déterminer ce qu'il restera de la procédure collective au terme de cette inexorable diminution des actifs soumis à l'effet réel. Le professeur LE CORRE explique que « la discipline collective désigne l'ensemble des règles qui permettent de distinguer une procédure dite « collective » de paiement d'une procédure d'exécution individuelle »³⁰⁶. Ce caractère constitue l'essence des procédures de traitement de l'insolvabilité. L'impossibilité de « collectiviser »³⁰⁷ la procédure entraîne un morcellement des procédures.

99. Le morcellement de la procédure face aux financements structurés s'appuyant sur des entités *ad hoc* : la remise en cause du principe d'unicité des procédures. Dans le cadre des financements structurés s'appuyant sur une entité *ad hoc* (SPV, titrisation ...), les actifs captés par les entités *ad hoc* sont soustraits de la procédure « principale » du débiteur. Cette sortie du patrimoine du débiteur s'accompagne de l'émergence d'un autre patrimoine. A côté de la procédure collective du débiteur principal, on pourra donc envisager de voir s'ouvrir une ou plusieurs autres procédures sur les patrimoines tiers. En s'appuyant sur un patrimoine tiers, c'est le principe d'unicité de la procédure qui est fragilisé. Car comme le souligne le professeur LE CORRE, « puisqu'il faut raisonner patrimoine par patrimoine, il est possible, pour un même débiteur, de connaître plusieurs procédures collectives. Le principe de l'unicité du patrimoine étant abandonné, symétriquement est abandonné celui de l'unicité de procédure collective, traduit par le célèbre adage « faillite sur faillite ne vaut ». Cette règle de l'unicité de la procédure est pourtant un fondement de la procédure collective qui s'appuie sur l'adage traditionnel « faillite sur faillite ne vaut »³⁰⁸ reconnu tant par la loi³⁰⁹ que la jurisprudence³¹⁰. Cette règle prévoit qu'une procédure collective ne peut être ouverte à l'encontre d'un débiteur qui est déjà soumis à une procédure collective. Ce principe n'est que le corolaire de l'unicité du patrimoine. En s'appuyant sur des patrimoines multiples, il devient nécessaire de coordonner de multiples procédures collectives. Si le droit des procédures collectives n'est pas totalement désarmé face à ce type de configuration³¹¹, ces solutions

328 et s.

306 P-M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.66.

307 M. Laugier, *Les créanciers « hors procédure » ou la fuite des créanciers devant la discipline collective*, Thèse de l'Univ. Lille 2, 2002, p. 421.

308 P-M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.69.

309 C. com. art. L. 620-2 al. 2, C. com. art. L. 631-2 al. 2 et C. com. art. L. 640-2 al. 2.

310 Cass. com., 19 févr. 2002, n°96-22702 ; note JL. Vallens, RTD Com, avril 2002, n°2, p. 376 et s.; note A. Perdriau et F. Derrida, D, septembre 2002, n°32, p.2523 et s.

311 Voir en ce sens le « A. La multiplication des véhicules financiers et les difficultés à appréhender le groupe », p. 73.

restent limitées. Cette fragmentation de la procédure peut aussi provenir de l'utilisation d'entités *ad hoc* marquées par un élément d'extranéité. Les biens sont alors soumis à d'autres juridictions. La dispersion des biens du débiteur à l'étranger, fait échapper à la procédure les biens ne se situant pas sur le territoire de l'État d'ouverture. Dans ce cas, « la procédure, désorganisée, n'a plus de collective que le nom »³¹². Cette fragmentation rend plus difficile d'atteindre les objectifs traditionnels de la procédure collective : le sauvetage de l'entreprise, le maintien de l'emploi et de l'activité et l'apurement du passif.

100. **Le morcellement du gage et le redressement de l'entreprise.** La constitution d'une société holding est devenue une opération classique dans les montages du droit des sociétés. L'essor de l'ingénierie sociétaire n'est pas sans conséquence en droit des procédures collective. En cas de mise en place d'une d'organisation patrimoniale complexe s'appuyant sur des entités *ad hoc* (sociétaire ou non), il est nécessaire de raisonner patrimoine par patrimoine (voir actif par actif lorsque on s'appuie sur une entité *ad hoc* ne portant qu'un actif). L'existence de procédures collectives multiples et non coordonnées n'est pas de nature à faciliter la mise en place d'une solution permettant d'assurer la continuité de l'exploitation. Le problème est d'autant plus délicat que les biens supports des financements structurés sont souvent des biens stratégiques de l'entreprise. On imagine difficilement le redressement d'une compagnie maritime privée de ses navires. Le risque est de voir un ou plusieurs actifs clefs de l'entreprise accaparés par certains créanciers, ce qui paralyserait l'exploitation. Comme nous le constaterons plus loin, certains garde-fous ont été mis en place en droit des procédures collectives pour limiter ce risque.

101. **Le morcellement du gage entre différentes juridictions européennes et le redressement de l'entreprise.** On se trouve dans une problématique proche en matière de faillites transfrontalières européennes. Le risque de voir certains actifs importants pour l'entreprise logés dans des structures spécifiques est loin d'être purement théorique. La mise en place d'un véhicule permet parfois dans le cadre d'un groupe de sociétés de rattacher un actif à une partie du groupe plutôt qu'à une autre. Dans l'affaire Fagor-Brandt³¹³, les marques du groupe étaient détenues par Fagor Ireland. Une société de droit irlandais, filiale de la branche espagnole, du groupe. La juridiction commerciale de San Sébastien avait considéré

312 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », RPC, 2011, n° 1, p. 95 et s.

313 S. Treviño, T. Léonard et A-S. Noury, « L'affaire Fagor-Brandt vue de l'intérieur ou comment pallier l'absence de la notion de groupe au sein de l'Union européenne », BJE., 2015, n° 2, p. 77.

que le COMI de la société irlandaise était en Espagne, nonobstant le lieu de son siège social. Le lien capitalistique entre le véhicule irlandais détenant les marques et la filiale espagnole avait permis au juge d'aboutir à cette conclusion bien que la majorité des ventes de ces différentes marques soit réalisée en France. Les marques étaient donc soumises au droit espagnol des procédures collectives. Or l'existence d'un plan de cession sur l'activité des sociétés françaises du groupe reposait sur la possibilité pour le repreneur d'acquérir ces marques. Le repreneur avait d'ailleurs conditionné son offre de reprise à la possibilité d'acquérir les marques du groupe auprès de la filiale espagnole du groupe. Le contrat de cession des marques pour 25 millions d'euros au profit du repreneur avait été validé par le juge espagnol en mars 2014 puis avait fait l'objet d'un recours de la part d'un créancier qui contestait le prix proposé par le repreneur pour les marques. Le juge espagnol rétracta son ordonnance en mars 2014³¹⁴, estimant notamment que les marques devaient être cédées pour 35 millions d'euros et non pour les 25 millions offerts. Ce n'est qu'in extremis qu'une nouvelle décision avait été rendue le 11 avril 2014 par le juge espagnol pour valider le prix initialement fixé de 25 millions. Ce jugement avait notamment été rendu possible grâce à une expertise ayant permis de valider la valorisation de la marque. Cette décision avait été arrêtée le matin de l'audience du tribunal de commerce de Nanterre, afin de permettre au repreneur Cevital de confirmer in extremis la levée de la condition suspensive de son offre. Le cas de la société Fagor-Brandt n'est pas un cas isolé. Dans l'affaire EMTEC, la marque était logée au sein d'une holding néerlandaise. Par ailleurs comme en matière de fiducie³¹⁵, un risque existe qu'au pays de l'entité *ad hoc* conquérante, « la sauvegarde et le redressement judiciaire n'aient plus leur place ». En effet, la restructuration est par nature onéreuse, il faut donc craindre que les entreprises qui auront eu recours à des financements modifiant l'actif pour se financer ne possèdent « plus assez d'actifs lorsqu'elles se trouveront en difficulté ». Or la restructuration n'est envisageable que si le débiteur dispose des fonds suffisants pour financer sa réorganisation. Cette multiplication des entités *ad hoc* et la pénurie qu'elle entraîne sont par ailleurs néfastes au paiement des créanciers classiques.

102. **Le morcellement du gage et le paiement des créanciers « traditionnels ».** En premier lieu, il convient de noter que la difficulté de coordination de ces multiples procédures et le risque de morcèlement ont un impact direct sur la valeur de l'entreprise. Cette réduction

314 TC de Saint-Sebastien 14 mars 2014.

315 B. Teston, « La fiducie, une alternative à la mise en place de sociétés *ad hoc* », option finance, 2010, n° 1086, p. 23 et s.

de la valeur de l'entreprise réduit mécaniquement le gage des créanciers. Comme le soulignait certains auteurs sur l'affaire EMTEC³¹⁶, « l'unité de la cession (...) sur l'ensemble du territoire européen (...) a permis de dégager un prix global supérieur à celui qui aurait sans doute résulté de la cession désorganisée d'activités géographiquement morcelées »³¹⁷. A l'inverse, les acquéreurs potentiels d'une entreprise seront plus réticents à offrir un prix important si un risque existe de récupérer une société amputée de certains actifs clefs ou de certaines filiales. Si ce morcellement du patrimoine profite à certains créanciers spécifiques, il n'est globalement pas profitable à la « communauté » des créanciers. Le taux de recouvrement des autres créanciers de la procédure risque de diminuer si l'effet réel de la procédure est réduit. Une multiplication des créanciers captant dans des patrimoines tiers l'actif du débiteur pourrait, à terme, faire de « la procédure (...) une sorte de « coquille vide » »³¹⁸. Le risque est particulièrement fort pour les créanciers clefs des procédures collectives comme les AGS. Comme l'explique un auteur « puisque l'actif s'en trouve réduit, le recouvrement de ses avances par le régime de garantie des salaires (AGS) risque de s'en trouver lui aussi réduit, et de mettre en difficulté ce régime.»³¹⁹. Le risque est alors de voir un cercle vicieux s'installer, dans un environnement devenu plus hostile aux créanciers traditionnels du fait de la réduction du gage commun, ces derniers pourraient être à leur tour tentés d'adopter une stratégie s'appuyant sur une captation des actifs en amont de la procédure collective. Selon une logique proche de celle de Darwin, les acteurs les plus adaptés au milieu se multiplieraient au détriment des autres. Par ailleurs, en multipliant les concours les financements structurés risquent de porter atteinte à l'égalité des créanciers.

B. La fragilisation de l'égalité des créanciers

103. Les risques liés à un morcellement du gage commun des créanciers : la fragilisation de l'égalité des créanciers. Le lien entre la notion de concours et d'égalité est étroit. Le professeur CABRILLAC souligne que « l'idée d'égalité est constituée par « la loi

316 TC de Nanterre, 15 février 2006, n° 2006P00152 ; note T. Montéran, GP, avril 2006, n° 120, p. 6 ; note M. Matousekova et Y. Lahlou, RDAI, juillet 2006, n° 4, p. 547 ; note F. Jaux-Seseke et D. Robine, BJS, mai 2006, n°5, p. 575 ; note J. Vallens, D, mars 2006, n°11, p. 793.

317 G. Jazottes et M. Sénéchal, « L'ouverture d'une "faillite européenne" », RPC, 2008, n°2, p. 90.

318 P. Roussel Galle, « effet personnel et effet réel des procédures judiciaires », Dr. et Patr, 2013, n°223, p. 63.

319 P. Roussel Galle, « effet personnel et effet réel des procédures judiciaires », Dr. et Patr, 2013, n°223, p. 63 ; « Tous les montages visant à réduire l'actif du débiteur affectent négativement les titulaires de privilèges généraux, et au premier rang l'AGS, mise « au régime sec ». » propos de M. Sénéchal repris par F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, 2013, n° 3, p. 84 et s.

du concours » au point que l'article 2093 du Code civil (devenu 2285 du Code civil), apparaît comme le siège textuel du principe d'égalité »³²⁰. La logique consistant à s'approprier un bien marque un retour à un système basé sur la logique de la course qui fragilise le principe d'égalité.

104. **La mise en place d'une « cascade » d'entités *ad hoc* et le principe d'égalité.** Cette dérogation s'appuie sur une double justification : l'absence de concours et l'absence d'atteinte à l'égalité en l'absence de charges additionnelles pour le patrimoine du débiteur.

105. **L'absence de concours.** En premier lieu, comme le rappelle le professeur VASSEUR « la règle de l'égalité suppose pour s'appliquer, le concours entre créanciers »³²¹. En exploitant les limites réelles et temporelles de la procédure collective, le financement structuré empêche la mise en place du concours et de façon subséquente celle de l'égalité. Le professeur VASSEUR évoquant le traitement largement dérogatoire accordé au créancier-proprétaire, affirme que le droit de propriété et le droit de créance ne sont simplement pas sur le même plan. La règle d'égalité ne joue pas à l'égard des premiers mais seulement à l'égard des seconds³²². Une analyse similaire peut être menée en cas de mise en place d'entité *ad hoc*. Le créancier du SPV et celui de la société opérationnelle (ou op-co) ne sont pas sur le même plan, aucun concours n'est possible. Cette situation empêche d'envisager un traitement égalitaire des créanciers.

106. **L'absence d'égalité hors du périmètre réel de la procédure.** Par ailleurs, le périmètre de la règle de l'égalité des créanciers est limité par le périmètre de la procédure collective elle-même. En raison de son effet réel, la procédure collective n'a pas vocation à étendre ses effets au-delà du patrimoine du débiteur. La règle de l'égalité des créanciers n'a vocation à jouer que lorsque la création d'un avantage se fait au détriment des autres créanciers. Comme le souligne un auteur « les actes qui procureraient à un créancier (...) un avantage qui ne serait pas à la charge de l'actif sont valables (...) parce qu'ils ne causent aucun préjudice à la masse »³²³. Ainsi « la règle d'égalité ne concerne que les paiements

320 M. Cabrillac, « Les ambiguïtés de l'égalité entre les créanciers », mélange Breton-Derrida, D., 1991, p. 33.

321 M. Vasseur, *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 121.

322 M. Vasseur, *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 93.

323 M. Vasseur, *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, op. cit, spéc., p. 214.

effectués au profit de ces derniers à l'aide du produit de la réalisation des biens de leurs débiteurs »³²⁴. Le professeur VASSEUR souligne qu'il n'est pas envisageable d'invoquer une rupture d'égalité lorsque l'avantage accordé à l'un des créanciers n'impacte pas directement le patrimoine du débiteur. Or en l'espèce, le bien réalisé n'ayant jamais été inclus ou ayant quitté le patrimoine du débiteur, les créanciers ne sont pas lésés par la réalisation de l'actif logé dans une entité *ad hoc*. Ils ne pouvaient nourrir aucune prétention légitime sur ces biens, au titre du droit de gage général. On relèvera d'ailleurs que des mécanismes de publicité accompagnent souvent ces financements afin d'éviter que les créanciers ne soient leurrés par une apparence de solvabilité du débiteur. Si aujourd'hui la mise en place de financements structurés reposant sur plusieurs entités *ad hoc* de droit interne ne semble pas inconciliable avec le principe d'égalité, le débat pourrait être différent dans le cadre d'entités de SPV marquées par un élément d'extranéité.

107. Le risque de voir la procédure soumise à des juridictions ne connaissant pas l'égalité entre créanciers. L'utilisation de véhicules de droit étranger et des règles de compétence pourrait aboutir à soumettre les créanciers à des juridictions ne connaissant pas certaines règles fondamentales du droit des procédures collectives. On pourrait notamment craindre de voir les créanciers soumis à des juridictions ne connaissant pas l'égalité entre créanciers. Ce risque nous semble cependant faible. En effet, que le véhicule soit soumis au règlement insolvabilité ou non, le juge français conserve la possibilité de refuser de reconnaître une procédure ne respectant pas l'ordre public international.

108. Le cas d'un véhicule dans le périmètre d'application des règlements insolvabilités. L'article 26 du règlement insolvabilité de 2000 et l'article 33 du règlement insolvabilité 2015 accorde à tout Etat membre la possibilité de ne pas reconnaître une procédure d'insolvabilité ouverte dans un autre Etat membre ou d'exécuter une décision prise dans le cadre de cette procédure si la reconnaissance ou l'exécution produisaient « des effets manifestement contraires à son ordre public, en particulier à ses principes fondamentaux ou aux droits et aux libertés individuelles garantis par sa Constitution ».

109. Le cas d'un véhicule hors du périmètre d'application des règlements insolvabilités. Lorsque le véhicule est localisé dans une juridiction hors du périmètre

324 H. Le Roy, « Les clauses de « préférence » et de « subordination » en droit français et les emprunts (Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) », RDAI, 1986, n° 7, p. 726.

d'application du règlement insolvabilité, la procédure collective doit faire l'objet d'une exequatur par le juge français. Pour accorder l'exequatur, le juge doit vérifier selon la jurisprudence³²⁵ que la loi appliquée par la décision étrangère est compétente en vertu des règles de conflit françaises, que le litige se rattache au pays dont le juge a été saisi et qu'il n'y a ni contrariété à l'ordre public international ni fraude.

110. L'égalité des créanciers une règle relevant de l'ordre public international. En matière de faillite, la jurisprudence a rarement admis la contrariété à l'ordre public international³²⁶. Mais le garde-fou du respect de l'ordre public international permet théoriquement de limiter les risques d'atteinte aux règles fondamentales comme celle de l'égalité des créanciers. En effet la jurisprudence considère comme relevant de l'ordre public international certaines règles essentielles du droit des procédures collectives. Dans un arrêt du 4 février 1992³²⁷, la Cour de Cassation a reconnu expressément que le principe d'égalité des créanciers chirographaires relevait de l'ordre public international.

En cas de recours à une entité *ad hoc* internationale, l'égalité entre créanciers devrait théoriquement toujours être applicable. Si la juridiction étrangère ne connaît pas cette règle, le juge français pourra refuser de reconnaître la procédure de droit étranger. Cependant la règle de l'égalité entre les créanciers ne joue qu'entre des créanciers d'un même débiteur. Dans le cas d'une *Lux-co*, l'égalité sera appréciée au niveau de chacune des entités luxembourgeoises et françaises et non au niveau groupe. La mise en place d'entités *ad hoc* empêchant la collectivisation en amont de la procédure collective, l'égalité sera en pratique circonscrite à un périmètre réduite.

Comme nous l'avons constaté, l'aspect universel de la procédure collective du débiteur est fragilisé par la multiplication des véhicules financiers. A l'inverse le cantonnement du passif fragilise un autre aspect de la procédure : l'aspect collectif. En effet, le cantonnement du passif empêche la mise en place d'une saisie par l'ensemble des créanciers.

Section 2. La renonciation à recours et les principes du droit des faillites

325 Cass. 1^{ère} civ., 7, Janvier 1964, arrêt Munzer, JCP 1964 II 13590 ; Cass. 1^{ère} civ., 4 Octobre 1967 arrêt Bachir, GADIP, n° 45 ; Cass. civ. 1^{ère}, 6 février 1985 arrêt Simitch, n°83-11241, GADIP n° 70.

326 Un arrêt sur la durée de la période suspecte qui estime que « n'est pas contraire à l'ordre public international la décision étrangère qui fait remonter les effets de la faillite à une date antérieure de plus de 18 mois à l'ouverture de celle-ci », Cass. 1^{ère} civ. 15 juillet 1975, n° 74-12322.

327 Cass. 1^{ère} civ., 4 février 1992, n° 90-12569, note G. Cas, D. avril 1992, n°14, p. 181.

111. **La renonciation à recours face aux principes du droit des faillites.** Comme nous l'avons vu, le redécoupage du patrimoine dans le cadre des financements structurés comporte deux aspects : d'une part une altération de l'actif et, d'autre part, le cantonnement d'une partie du passif. La procédure collective constituant une saisie de l'ensemble des actifs, dont l'un des buts est d'apurer le plus de passif possible, la mise en place des financements structurés cantonnant le passif affecte la procédure. Le cantonnement d'une partie du passif rend notamment impossible la mise en place d'une procédure réellement collective. Cette fragilisation provient en partie de la remise en cause du droit de gage général inhérente à la mise en place d'un financement générant un cantonnement (1). En renonçant à leur droit à concourir sur le gage général, on peut se demander si les créanciers renonçant ne génèrent pas une rupture d'égalité avec les autres créanciers (2).

1§. La renonciation à recours et le droit de gage général

112. **La renonciation à recours face au droit de gage général.** La mise en place de financements assurant un cantonnement du passif entraîne une remise en cause de l'aspect collectif des procédures d'insolvabilités. L'aspect collectif de la procédure collective n'est que la mise en pratique du droit de gage général (1). Le créancier en renonçant à son droit de gage général fragilise de façon incidente le caractère collectif de la procédure (2).

A. L'aspect collectif de la procédure et le droit de gage général

113. **Le principe de l'aspect collectif des procédures d'insolvabilité.** Les créanciers sont en principe réunis afin de pouvoir se répartir ce qui constitue leur gage commun : le patrimoine du débiteur. Le caractère collectif de la procédure collective est lié à l'unicité du patrimoine. La procédure de faillite était initialement rendue collective par la constitution de la masse des créanciers. Bien que la réunion des créanciers dans le cadre d'une « masse » ne soit plus aujourd'hui formalisée, le caractère collectif reste une des clefs de voûte de la procédure.

Si certains auteurs³²⁸ se sont interrogés sur la consubstantialité entre l'organisation procédurale collective et les procédures de faillites, force est de constater que si la procédure de traitement de l'insolvabilité n'est plus collective, elle perd son caractère spécifique. En

328 M.A Frison Roche, « Le caractère collectif des procédures collectives », RJC, 1996, p. 296.

effet, si la procédure cesse d'être collective, elle réintègre le droit ordinaire des voies d'exécution³²⁹. Le caractère collectif semble être de l'essence même des procédures de traitement de l'insolvabilité telles que nous les concevons dans la tradition civiliste française. La Cour de cassation affirme d'ailleurs le caractère essentiel de « certaines règles (...) du droit des procédures collectives, notamment toutes celles destinées à imposer une certaine discipline collective aux créanciers, en les déclarant non seulement d'ordre public interne, mais aussi d'ordre public international »³³⁰.

114. La renonciation des créanciers : un frein à la collectivisation de la procédure. Le professeur LUCAS rappelle que « pour être vraiment collective, la procédure doit s'appliquer à tous les créanciers du débiteur et les affecter tous »³³¹. La procédure collective, contrairement au règlement amiable³³², ne permet en principe pas d'opérer une sélection des créanciers amenés à concourir à la distribution des biens. Lorsque certains créanciers renoncent à leurs droits à entrer en concours avec les autres, la renonciation porte une atteinte à cette règle. Il ne faut cependant pas exagérer l'impact de cette atteinte pour deux raisons. En premier lieu, du fait que cette atteinte n'est pas isolée, elle s'inscrit dans un mouvement d'érosion progressive du caractère collectif de la procédure. Par ailleurs, il semble que la possibilité offerte aux créanciers de participer au concours ne soit qu'une simple faculté et qu'ils puissent y renoncer.

115. Une érosion progressive du caractère collectif de la procédure. Ce caractère collectif tend progressivement à s'atténuer au profit d'une procédure « sur mesure ». Le premier signe du recul du caractère collectif de la procédure d'insolvabilité est la disparition de « la masse des créanciers » qui permettait de garantir le caractère collectif de la procédure par la mise en place d'une entité juridique, dotée de sa personnalité morale, chargée de représenter les intérêts des créanciers³³³.

Par ailleurs, comme le constate le professeur LE CORRE³³⁴ « le début des années 2000 a marqué un tournant dans l'histoire du droit des entreprises en difficulté (...) la

329 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise.

330 G. Drago, « L'ordre public », 2013, Rapport de la Cour de Cass. Notamment le Chap. 2 - Conception française de l'ordre public international.

331 F.X Lucas, « Caractère collectif de la procédure et sauvegarde financière accélérée », RPC, 2012, n° 3, p. 93.

332 Cass. com., 16 juin 1998, n° 96-15525, note P. Serlooten, JCP E. novembre 1998, n°45, p. 1795.

333 M.A Frison Roche, « Le caractère collectif des procédures collectives », RJC, 1996, p. 296.

334 P.M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.68.

procédure collective n'a plus le même effet général de soumission des créanciers antérieurs à la discipline collective (...) une géométrie variable s'instaure au regard des créanciers soumis à la procédure collective ». Cette remise en question du principe traditionnel a été particulièrement soulignée lors de la mise en place de la sauvegarde financière accélérée³³⁵. Les financements structurés dont la logique est d'isoler le passif via une entité *ad hoc* ou via des renonciations à recours comptent parmi les phénomènes qui entraînent une réduction du nombre de compétiteurs sur le gage commun³³⁶. Outre l'évolution du droit des procédures collectives marquée par un recul de l'aspect collectif de la procédure, il convient de relever l'absence d'obstacle théorique à la renonciation à l'aspect collectif de la procédure.

116. Fondements théoriques de l'aspect collectif de la procédure et faculté de renonciation. Comme nous l'avons déjà évoqué, le caractère collectif de la procédure est lié à l'unicité du patrimoine. Comme le souligne un auteur, « l'intention de ces articles (2092 et 2093 du Code civil devenu 2284 et 2285 du Code civil) est certainement d'interdire à un débiteur de fractionner son patrimoine en général, et ses actifs en particuliers, en imposant à ces créanciers chirographaires, une limitation du droit de gage général dont ils disposent et réserver ainsi une partie de l'actif à un ou plusieurs créanciers déterminés »³³⁷.

Mais, en l'espèce, la question posée par la renonciation à recours est différente. Il ne s'agit pas d'une renonciation de l'ensemble des créanciers née de la volonté du débiteur. Le moteur de la limitation du droit de gage général à certains actifs est la volonté d'un ou de plusieurs créanciers. Il ne s'agit pas d'une habileté du débiteur risquant de fragiliser ces créanciers, mais d'une renonciation émanant du créancier lui-même et réalisée en connaissance de cause. Le découpage n'est pas le fait du débiteur mais bien des créanciers eux-mêmes³³⁸. La renonciation ne semble donc pas se heurter à la « ratio legis » qui guide l'idée de collectivisation des procédures. Par ailleurs, si les règles assurant le caractère collectif de la procédure sont d'ordre public, il semble qu'elles relèvent de l'ordre public de protection³³⁹. Les créanciers seraient donc libres de renoncer à cette protection³⁴⁰. La

335 P.M. Le corre, « L'avènement prochain d'une procédure semi-collective », GP, 2010, n°219, p. 3; F.X Lucas, « Caractère collectif de la procédure et sauvegarde financière accélérée », RPC, 2012, n° 3, p. 93.

336 M.A Frison Roche, « Le caractère collectif des procédures collectives », art. préc., p. 293.

337 S. Mouy, « Titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides », mélange AEDBF-France II, 1999, p.359.

338 Lorsque le débiteur est la source de la restriction de recours, on parle de clause de non-responsabilité, P. Delebecque, « Les renonciations à recours », mélange P. Simler, Litec-Dalloz, 2006, p. 564.

339 Ce point sera développé dans « 2§. De la fragilisation de l'aspect collectif à la remise en cause de l'égalité des créanciers » notamment dans « La renonciation : la mise en place d'un traitement inégalitaire. », p. 95.

340 Cass. 1^{ère} civ., 17 mars 1998, n°96-13972, note S. Piedelièvre, JCP E, octobre 1998, n°44, p. 1731 et s.

renonciation à recours, bien qu'elle réduise le caractère collectif de la procédure ne semble pas incompatible avec cette dernière. Il reste à déterminer l'ampleur possible de cette renonciation au droit de gage.

B. L'aspect collectif de la procédure et la renonciation au droit de gage général

117. **La renonciation au droit de gage général.** L'unicité du patrimoine présenterait selon un auteur « un caractère supplétif et (...) ne s'oppose pas à ce qu'un débiteur et son créancier s'entendent pour limiter conventionnellement le droit de gage général en soustrayant certains objets »³⁴¹. Il convient cependant de distinguer deux configurations distinctes. Le premier cas est celui d'une renonciation partielle au droit de gage. Le second cas, plus complexe, est celui d'une renonciation complète à ce droit.

118. **La renonciation partielle au droit de gage général.** Le cas d'une renonciation partielle au droit de gage semble envisageable. La configuration classique de renonciation partielle en matière de financements structurés consiste en une renonciation conditionnelle. Ce caractère conditionnel est l'un des arguments mis en avant par certains auteurs³⁴² pour admettre la validité de ce type de clause au regard du droit de gage général. La 1^{re} Chambre civile de la Cour de cassation dans un arrêt rendu le 15 février 1972 a affirmé ainsi l'efficacité d'une clause portant limitation du droit de gage général³⁴³. La clause était, dans ce cas d'espèce, particulièrement proche de la configuration des clauses de renonciation de financements structurés puisque la « compagnie ne pouvait rechercher les consorts (...) que sur leurs biens (...) dont la désignation était précisée à l'exclusion de leurs biens situés en France et, ce par dérogation expresse aux prescriptions de l'article 2092 du Code civil (devenu 2284) ». On notera que la Cour de cassation reprend de façon pédagogique une partie de l'arrêt d'appel qui précise qu'une pareille limitation du droit de poursuite et d'exécution n'aurait certainement pas été consentie si les bénéficiaires de cette limitation étaient, pour leur part, demeurés libres de réduire à néant la portée de leurs engagements en transférant l'ensemble de leurs biens hors du périmètre de la saisie. La Cour semble ainsi affirmer la validité de principe de ce type de limitation, tout en précisant que le débiteur ne peut pas vider totalement le droit de gage de sa substance.

341 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 83.

342 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés, op. préc.*, spéc, p. 83.

343 Cass. 1^{ère} civ, 15 février 1972, n°70-12756: Note H. Batiffol, Rev. crit. DIP, 1973, p. 77.

La Chambre Commerciale de la Cour de cassation semble adopter une position proche de celle de la Chambre Civile. Elle considère, dans un arrêt du 27 octobre 1998³⁴⁴, le bénéficiaire d'un cautionnement réel comme une personne qui « dispose à l'égard de la caution d'un droit de créance (...) limité aux biens affectés à la garantie de l'engagement (...) ». La doctrine³⁴⁵ semble partager l'opinion favorable de la jurisprudence sur ce type de renonciation. La limitation du droit de poursuite sur certains biens du débiteur, ne remet pas en cause l'ordre public. Cette affirmation s'appuie notamment sur le fait que, par construction, ce type de renonciation ne peut nuire qu'à celui dont elle émane : le créancier renonçant³⁴⁶.

119. **La renonciation totale au droit de gage général.** La seconde configuration, celle d'une renonciation totale au droit de gage général est plus discutée. Cette forme de renonciation aboutit à priver le droit de créance d'exécution forcée sur les actifs du débiteur. On peut légitimement se demander si cette disposition n'aboutit pas à « réduire à néant la portée de l'engagement »³⁴⁷ pris par le débiteur. Certains auteurs ont fait valoir « qu'il existe d'autres moyens que l'exécution sur les biens du débiteur pour obtenir le paiement de l'obligation, et ceci permet de penser que l'obligation peut conserver sa juridicité en dépit de l'absence de droit de gage général »³⁴⁸. Cette clause, si elle n'empêche pas l'obligation de conserver sa « juridicité », en altère cependant la substance. Selon le professeur DELEBECQUE, « renoncer à toute exécution dans un contrat, c'est en faire un engagement moral et non juridique³⁴⁹ ». En renonçant à son droit à agir, le créancier ne renonce pas pour autant à son obligation, il transforme cette dernière en une obligation naturelle. On notera notamment qu'en ne renonçant qu'au droit d'agir en justice contre le débiteur, le créancier se réserve la possibilité d'un paiement spontané du débiteur mais aussi celle d'activer les éventuelles sûretés personnelles³⁵⁰.

Il semble donc que la configuration de renonciation la plus usitée en matière de financements structurés (les clauses de renonciation partielle au droit de gage général)

344 Cass. Com. 27 octobre 1998, n°96-14037 ; Note S. Piedelièvre, Defrénois, mars 1999, n°5, p. 280, Note A. Martin-Serf, RTD Com., avril 1999, n°2, p. 499.

345 P. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2005, préf. M. Grimaldi, LGDJ, Ed. Panthéon Assas, n° 797 s.

346 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.38.

347 Cass. 1^{ère} civ, 15 février 1972, n°70-12756 ; Note H. Batiffol, RCDIP, 1973, p. 77.

348 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », art. préc., p.38.

349 P. Delebecque, « Les renonciations à recours », Mélange P. Simler, Litec-Dalloz, 2006, p. 565.

350 Cass. com., 22 mai 2007, n°06-12196; note P. Crocq, RTD Civ, n°2, p. 333 ; note P. Simler et P. Delebecque, JCP E, décembre 2007 n°2, p. 16 ; note B. Bouloc, RTD Com, janvier 2008, n°1, p. 172 ; A. Martin-Serf, RTD Com, octobre 2007, n°4, p. 833 ; note N. Rontchevsky et J. François, Banque et Droit, septembre 2007, n°115, p. 67 ; note A. Cerles, RDBF, juillet 2007, n°4, p. 17 ; note G. Marraud des Grottes, RLDA, juillet 2007, n°40, p.33

puissent être considérées comme valables. La validité du principe des clauses de renonciation à recours semble aujourd'hui acceptée par une large partie de la doctrine³⁵¹. Comme le rappellent les professeurs SIMLER et DELEBECQUE, « il n'est pas interdit aux parties de limiter conventionnellement l'assiette du droit de gage général. Cette dérogation au jeu des articles 2284 et 2285 du Code civil n'a rien de contraire à l'ordre public »³⁵². La Cour de Cassation a parfois validé ces renonciations avec une certaine largesse³⁵³. En réalité seul le périmètre de cette renonciation (notamment le cas d'une renonciation totale) semble aujourd'hui encore discuté. Bien que valides les clauses de renonciation limitent le caractère collectif de la procédure d'insolvabilité. Or le risque majeur d'une procédure qui cesserait d'être collective est de multiplier les traitements spécifiques et de voir disparaître l'égalité des créanciers.

2§. De la fragilisation de l'aspect collectif à la remise en cause de l'égalité des créanciers

120. **La renonciation à recours et l'égalité des créanciers.** En remettant en cause l'aspect collectif des procédures d'insolvabilités, on pouvait craindre que la renonciation à recours ne porte atteinte à l'égalité entre les créanciers (1). Il semble cependant que cette atteinte soit limitée (2).

A. La renonciation à recours : source d'atteinte potentielle à l'égalité des créanciers

121. **La renonciation à recours : une fragilisation du principe support de l'égalité des créanciers.** La renonciation fragilise l'aspect collectif de la procédure. Or, comme le souligne un auteur « le caractère (...) collectif de la procédure (...) était la traduction d'un principe le plus commun qui soit : celui de l'égalité. (...) l'affaiblissement du caractère collectif de la procédure (...) entraîne un affaiblissement du principe commun de l'égalité »³⁵⁴. Cette idée est reprise par un auteur qui évoque entre les deux notions « des liens ombilicaux (...). L'une

351 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », art. préc., p.44. P. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2005, préf. de M. Grimaldi, LGDJ, Ed. Panthéon Assas, n° 797 s.

352 P. Simler et P. Delebecque, *Les sûretés. La publicité foncière*, 7^{ème} éd., 2016, Dalloz, p. 5, note 2.

353 La Cour de Cassation a parfois considéré que l'oubli de la mention « et mes biens » dans la mention manuscrite de l'article L 341-2 du Code de la Consommation (« je m'engage à rembourser au prêteur les sommes dues sur mes revenus et mes biens ») équivalait à une renonciation du prêteur à ses droits sur les revenus de l'emprunteur. Il convient de préciser que cette vision particulière extensive de la renonciation à recours semble à une volonté de protéger l'emprunteur particulièrement forte en droit de la consommation. Cass. Com., 1^{er} octobre 2013, n° 12-18544 ; note M. Julienne et L. Andreu, D, n°2, p. 127 ; P. Crocq, D., n°23 p. 1706.

354 M.A Frison Roche, « Le caractère collectif des procédures collectives », RJC, 1996, p. 300.

ne peut vivre sans l'autre »³⁵⁵. La multiplication des traitements particuliers semble pouvoir porter atteinte à l'égalité entre les créanciers.

122. **La renonciation : la mise en place d'un traitement inégalitaire.** Lors des premiers arrêts reconnaissant la notion d'égalité des créanciers, la Chambre des requêtes soulignait que la règle d'égalité entre les créanciers interdisait toutes clauses pouvant favoriser l'un d'eux³⁵⁶. Or la renonciation aura pour « effet indirect d'avantager (...) un ou plusieurs autres créanciers »³⁵⁷. Comme nous l'avons déjà évoqué, l'égalité entre les créanciers est une règle d'ordre public interne³⁵⁸ et international. On peut donc s'interroger sur la faculté du créancier à renoncer à son droit à l'égalité. L'article 6 du Code civil interdit de « déroger, par des conventions particulières, aux lois qui intéressent l'ordre public ». La jurisprudence distingue cependant deux cas, en matière de renonciation à une disposition d'ordre public : la renonciation à une règle relevant de l'ordre public de direction et celle relevant de l'ordre public de protection. Si renoncer aux prérogatives relevant de l'ordre public de direction est prohibé, la renonciation à une règle relevant de l'ordre public de protection est admise³⁵⁹. Ce principe connaît néanmoins des tempéraments. Cette renonciation n'est possible qu'une fois que le droit est acquis. La renonciation anticipée est frappée de nullité³⁶⁰. La question est donc de déterminer si le créancier limitant ses recours n'est pas dans le cadre d'une renonciation anticipée. Le professeur MALAURIE propose de distinguer les droits d'ordre public à formation instantanée dont la renonciation ne serait anticipée que « lorsqu'elle précède le contrat ou lui est concomitante » et les droits d'ordre public à exécution successive dont « la renonciation est anticipée si elle précède l'exécution ou lui est concomitante »³⁶¹. Le droit à l'égalité des créanciers relève de la première catégorie : il se forme instantanément à la signature du contrat de prêt. Ce droit apparaît avec l'attribution de la qualité de créancier. La renonciation à ce droit pourra donc être valable sous réserve d'être réalisée concomitamment ou postérieurement à la signature du contrat de financement.

355 R. Nemedeu, « Le principe d'égalité des créanciers : vers une double mutation conceptuelle (Etude à la lumière du droit français et Ohada des entreprises en difficulté) », RTD Com., 2008, n°2, p. 241 et s.

356 Cass. Req, 13 Juillet 1910, Journ. Faill., 19 avril 1985, Bull.120, p. 385.

357 H. Le Roy, « Les clauses de « préférence » et de « subordination » en droit français et les emprunts (Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) », RDAI, 1986, n° 7, p. 727.

358 Cass. Req, 13 Juillet 1910, Journ. Faill., 19 avril 1985, Bull.120, p. 385.

359 Cass. 1^{ère} civ., 17 mars 1998, n°96-13972 ; note S. Piedelièvre, JCP E, novembre 1998, n°44, p. 1731.

360 Cass. 1^{ère} civ., 22 novembre 1977, Bull., n° 431 ; Cass. 1^{ère} civ., 3 avril 1979, Bull., n° 109.

361 CA Poitiers, 18 décembre 1953, note P. Malaurie, D., 1954, p.519.

Le caractère d'ordre public de l'égalité des créanciers ne serait pas un obstacle à la renonciation. Par ailleurs, l'ampleur de l'atteinte au principe d'égalité que provoquerait une clause de renonciation à recours semble limitée.

B. L'atteinte limitée à l'égalité des créanciers dans le cadre des renonciations à recours

123. **La renonciation à recours et le principe d'égalité.** La renonciation à recours ne semble pas incompatible avec l'idée d'égalité des créanciers pour deux raisons:

- En premier lieu, l'égalité des créanciers est un mécanisme visant à protéger ceux qui en bénéficient. La renonciation à l'égalité ne portant pas d'atteinte aux créanciers tiers à l'accord et ne créant pas de charge additionnelle pour la procédure, elle ne semble pas menacer leurs intérêts.
- En second lieu, l'égalité des créanciers connaît un tempérament traditionnel : cette règle est exclue face à une cause légitime de préférence. Il semblerait donc envisageable de considérer que la renonciation d'un créancier constitue une cause légitime de préférence des autres créanciers.

124. **L'absence d'atteinte à l'intérêt des créanciers tiers à la renonciation.** La première justification est l'absence d'atteinte à l'intérêt des créanciers tiers. L'égalité des créanciers a pour principal objectif la protection des créanciers. Il semble donc plus simple de renoncer à l'application de cette règle lorsque l'intérêt des créanciers n'est pas menacé. Cette logique est reprise par le professeur VASSEUR qui souligne que « le droit à l'égalité est un droit propre, reconnu à tout créancier (...). Le créancier peut y renoncer. »³⁶². Afin de caractériser une atteinte à « l'égalité des créanciers », il est nécessaire d'établir un préjudice pour les créanciers que l'égalité protège. Un auteur résume cette idée en affirmant que « le principe d'égalité s'oppose uniquement à ce que l'égalité soit rompue au détriment des tiers. Rien n'empêche qu'elle soit rompue à leur profit »³⁶³. Or les créanciers (en dehors des renonçants) ne subiront aucun préjudice lié à la renonciation. Comme nous l'avons déjà évoqué, les tiers pourront même, au contraire, bénéficier indirectement de la renonciation en évinçant certains créanciers du concours. Le seul créancier lésé sera le renonçant. Il ne pourra pas critiquer

362 M. Vasseur *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 93.

363 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », *Banque et Droit*, 2012, n°141, p. 26, voir dans le même sens M. Vasseur *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, *op. cit.*, spéc, p. 214.

ultérieurement cette renonciation, « puisque l'inégalité dont il souffre, il l'a voulue et acceptée »³⁶⁴. La Cour de cassation a d'ailleurs affirmé que la règle d'égalité « n'est pas d'apporter un profit (...), mais d'empêcher qu'un préjudice lui soit causé »³⁶⁵. En l'absence de préjudice pour les créanciers, il sera difficile d'établir une rupture d'égalité. Cette logique tend aussi à s'appliquer à la mise en place des *Credit Default Swap* (CDS). Ces contrats n'affectant pas le patrimoine du créancier, ils n'amputent pas le gage commun des créanciers. Bien que ces contrats offrent à certains créanciers une sécurité plus forte, ils ne constituent pour autant pas une atteinte à l'égalité des créanciers.

125. La faculté de renoncer au principe d'égalité : la mise en place d'un traitement inégalitaire « justifié ». Bien que le principe d'égalité soit d'ordre public, il convient de ne pas en exagérer la portée en matière de procédure collective. Comme le soulignait le professeur CABRILLAC, « l'égalité appliquée aux créanciers chirographaires n'est qu'une égalité devant le néant, une figure de rhétorique privée de portée pratique »³⁶⁶. Ce principe connaît de nombreux tempéraments. Il est difficile de dresser une liste exhaustive des sûretés, contractuelles ou légales, qui permettent à tel ou tel créancier d'échapper à la loi du concours. Devant une telle profusion de causes de préférence, il paraît difficile de les présenter encore comme des exceptions à la règle de l'égalité. La seconde justification en faveur de la reconnaissance de la renonciation tient donc au tempérament traditionnel de l'égalité entre créanciers : la cause légitime de préférence. Comme nous l'avons déjà vu, l'intérêt collectif support de l'égalité des créanciers n'est pas une notion unitaire, car ils ne sont pas en position égale de recouvrer leurs créances³⁶⁷. Cette idée est soulignée par un praticien qui affirme que « l'égalité ne s'applique pas à tous les créanciers sans distinction mais catégorie par catégorie »³⁶⁸. De cette acception « diverse » du caractère collectif découle une vision dynamique de l'égalité des créanciers³⁶⁹. La logique consiste à traiter les créanciers de façon différenciée, selon les critères objectifs. Or la volonté exprimée d'un créancier de renoncer à cette égalité est clairement un critère qui permet en toute objectivité et de façon légitime de créer une différence de traitement.

364 M. Vasseur *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, op. cit, spéc, p. 22.

365 Cass. Civ. 26 octobre 1942, JCP, 1943, II, 2135.

366 M. Cabrillac, « Les ambiguïtés de l'égalité entre les créanciers », *Mélange Breton-Derrida*, D., 1991, p. 31.

367 M.A Frison Roche, « Le caractère collectif des procédures collectives », *RJC*, 1996, p. 301.

368 C. Leguevaques, « L'égalité des créanciers dans les procédures collectives : flux et reflux », *GP.*, 2002, n° 218, p. 2.

369 Voir en ce sens, « 2§. La compatibilité de la subordination et du principe de l'égalité des créanciers », p. 140.

Les créanciers issus des financements structurés cherchent à redécouper le gage commun afin d'en optimiser la répartition. Ce redécoupage n'est pas neutre pour la procédure collective et entraîne une réflexion autour de principes qui constituaient jusqu'à présent les fondements des procédures d'insolvabilité. L'objectif des financements structurés est d'offrir des solutions juridiques permettant d'élargir le panel de couple risque/rentabilité envisageable. Comme le résumait deux praticiens des procédures collectives, « un certain nombre de clauses ou de montages ont été imaginés par les praticiens, afin que les contrats puissent refléter fidèlement les prévisions économiques des parties, ce que le seul recours au droit des sûretés ne permet pas »³⁷⁰. L'ingénierie financière permet de satisfaire un nouveau profil d'investisseurs qui ne pouvaient se contenter du spectre habituel de couple risque/retour : les créanciers infra-chirographaires³⁷¹. Les financements structurés ne seront plus dans cette configuration un moyen d'isoler l'actif ou le passif de la saisie née de la procédure collective, mais un moyen de perturber la répartition du fruit de cette saisie.

370 R. Dammann et G. Podeur, «L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives», Dr. et Pat, 2013, n°223, p.79.

371 « Économiquement, la solution est justifiée car les conditions de crédit offertes aux créanciers tiennent compte de la subordination, ceux dont la créance est subordonnée bénéficiant d'une rémunération majorée, calculée en contemplation du risque plus important qu'ils acceptent de courir. C'est tout l'intérêt de la subordination, qui permet d'attirer des créanciers ayant un profil différent et recherchant une exposition au risque plus ou moins étendue et partant une rémunération plus ou moins importante », F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

TITRE 2

LE MONTAGE : UN ANTIDOTE A L'ORDRE PUBLIC GOUVERNANT LA REPARTITION

126. **Les financements subordonnés : un antidote à l'ordre public gouvernant la répartition.** L'existence de créanciers prêts à lier le remboursement de leurs créances au succès du projet ne constitue pas une nouveauté. La subordination a connu un essor important dans le cadre des premiers financements de projets et d'acquisitions dans la pratique³⁷².

Les financements structurés créant une subordination devront être étudiés sous deux angles distincts. Il conviendra en premier lieu d'examiner ces financements structurés au regard du droit du financement. Ces financements sont des outils permettant de définir un ordre de répartition concurrent de celui de la procédure collective (Chapitre 1).

L'essor des financements structurés constitue pour les procédures collectives un élément perturbateur. En effet, la mise en place d'une subordination entre les créanciers contraint à s'interroger sur le respect des principes traditionnels des procédures collectives (notamment celui de l'égalité des créanciers) et de ce type de financements structurés (Chapitre 2).

372 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 5.

Chapitre 1

Les financements subordonnés : une altération de la répartition de la procédure collective

127. **La notion de financement subordonné.** Comme nous l'avons vu, en matière de financements structurés, l'approche fonctionnelle est prédominante. Un auteur précise que « la subordination financière n'est pas une notion conceptuelle, qui peut se ramener à une institution connue du droit français. Sauf à vouloir malmener les différentes catégories, il faut se résigner à analyser la subordination financière comme une notion fonctionnelle »³⁷³. Nous tenterons donc dans un premier temps de définir la subordination au travers d'une approche fonctionnelle (Section 1). Puis dans un second temps, de proposer une définition conceptuelle des financements structurés générant une subordination (Section 2).

Section 1. La pertinence d'une définition fonctionnelle des financements structurés

128. **La définition fonctionnelle des financements subordonnés.** Comme l'explique un auteur « la subordination est une notion fonctionnelle, parce qu'elle a recours à des techniques variées pour parvenir à cette fin (...) le déclassement »³⁷⁴. Ces structures de financement visant à créer un créancier hypo-chirographaire ont une finalité commune qui permet d'individualiser ces mécanismes au sein d'une catégorie commune (1§). Cette finalité unique s'appuie cependant sur des techniques différentes lors de sa mise en œuvre (2§).

373 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.179.

374 M. Bali, *La subordination financière*, *op. cit.*, spéc., p.147 et s.

1§. Le principe commun : la modification de l'ordre des répartitions

129. **Les financements subordonnés : un outil de modification de l'ordre des répartitions.** La subordination a pour objectif la création d'un créancier junior mais aboutit aussi de façon incidente à celle d'un créancier senior (A). Si l'apparition de créanciers « sous chirographaires »³⁷⁵ n'est pas une nouveauté, l'essor du phénomène de la subordination contribue à accentuer le flou de la frontière entre le créancier et l'associé (B). On retrouve en matière de subordination l'idée générale des financements structurés : la modulation du risque de crédit.

A La subordination des créances : la création d'un créancier junior et d'un senior

130. **Les financements structurés et la subordination.** Les praticiens s'accordent à considérer que l'un des traits communs des formes de financement structuré est la faculté qu'elles offrent de mettre en place une subordination entre les créanciers. Les financements structurés font souvent appel à des clauses de subordination³⁷⁶ selon lesquelles un créancier accepte que ses droits à paiements soient en tout ou partie subordonnés au désintéressement d'autres créanciers.

131. **L'intérêt de la subordination dans les financements structurés.** Les grands projets et les acquisitions à effet de levier sont, par nature, consommateurs de capital et de dette. Pour répondre à ces besoins de financement, il est courant de recourir à des financements s'intercalant entre le capital et les prêts seniors. Le professeur COURET souligne que les financements subordonnés élargissent les possibilités en offrant un « couple rendement/risque intermédiaire entre celui d'une dette classique et celui des fonds propres »³⁷⁷. Ce large panel de couple risque/rendement permet d'attirer un maximum d'investisseurs : les créanciers seniors ayant un accès direct sur les actifs, les créanciers privilégiés, les créanciers chirographaires, les créanciers subordonnés ou les actionnaires³⁷⁸.

375 B. Soinne, *Traité des procédures collectives*, 2^{ème} éd, 1995, éd. Litec, p.1138.

376 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s., voir dans le même sens, « Les financements structurés représentent (...), des opérations à valeur ajoutée (...) l'une de leurs caractéristiques essentielles est la hiérarchisation des exigibilités garanties par le panier d'actifs sous-jacents », A. Bougnoux, JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. P-630, Titres subordonnés, mai 2009.

377 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 145.

378 P. Ligniere et A-M. Toledo, *Financement de projet*, 2002, édition Joly, p. 9. et p. 80.

La mise en place de financements subordonnés permet d'améliorer la surface financière des entreprises qui en bénéficient.

Par ailleurs, ce type de financement améliore le taux de rentabilité des capitaux investis par les investisseurs en accroissant les possibilités d'effet de levier. La dette subordonnée est, comme nous le développerons plus loin, une véritable créance, mais permet d'améliorer les fonds propres³⁷⁹. En comparaison avec une augmentation de capital, une levée de dettes subordonnées permet l'amélioration de la solvabilité à moindre frais³⁸⁰ et sans perte de contrôle. D'un point de vue financiers, les dettes subordonnées sont considérées comme des quasi-fonds propres (ou autres fonds propres)³⁸¹.

Les nombreux avantages, tant pour le débiteur que pour les créanciers, de la mise en place d'un financement subordonné ont incité la pratique française à s'inspirer du modèle anglo-saxon pour offrir des solutions de subordination.

132. L'intérêt de la subordination dans les financements structurés en droit anglais.

La notion de subordination est à nouveau inspirée de la pratique de l'ingénierie financière anglo-saxonne³⁸². L'essor des financements subordonnés a commencé aux Etats-Unis, peu après la crise de 1929, pour répondre aux besoins de fonds propres des sociétés américaines³⁸³. Ces financements se sont ensuite propagés dans les années soixante en Grande-Bretagne, notamment dans le cadre d'opérations d'acquisition par effet de levier. La dette subordonnée est aussi parfois utilisée dans d'autres configurations, comme un outil préventif contre les prises de contrôle hostiles. Un auteur souligne que « la dette permet à la sortie (...) du LBO (...) de se prémunir contre un risque d'offre inopinée de rachat à effet de levier »³⁸⁴. La mise en place du financement subordonné permet ainsi de limiter les investissements en capital nécessaires pour bénéficier du contrôle de l'entreprise. On retrouve cette logique dans la pratique américaine qui utilise la dette subordonnée en complément, voire parfois en substitution, des financements en capital³⁸⁵.

379 E. Müller, « Les financements mezzanine », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 152.

380 M. Galland, « La subordination de dernier rang : régime et finalités des TSS », BJS, 2006, n° 10, p. 1127.

381 L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 229.

382 A-C. Cates, « Les prêts subordonnés en Grande-Bretagne », octobre 1983, Colloque « prêt participatif et subordonné : un nouveau mode de financement », FEDUCI, p. 263.

383 Z. Sekfali, « La technique de la subordination dans les financements internationaux d'acquisition d'entreprises, de projets et d'actifs. Régime juridique et pratique en France, aux États-Unis et en Grande-Bretagne. », Banque et Droit, 1999, n° 66, p. 4.

384 M. Galland, « La subordination de dernier rang : régime et finalités des TSS », BJS, 2006, n° 10, p. 1127.

385 E. Müller, « Les financements mezzanine », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 153.

133. **La notion de subordination en droit anglais.** La subordination se manifeste dans la priorité de paiements. Elle établit par une clause portant en anglais, le nom évocateur de waterfall ou cascade (de paiements). La technique de la subordination (inspirée par les techniques de « subordinated debt » ou « subordinated loan ») est définie par un auteur³⁸⁶ comme « l'opération par laquelle le créancier subordonné (*le junior creditor*) accepte d'être payé en second rang derrière un autre créancier (*le senior creditor*), l'un et l'autre de ces créanciers étant chirographaires (*unsecured creditors*) ». La validité de la subordination contractuelle a été un temps discutée en droit anglais, contraignant les praticiens à s'appuyer sur une subordination structurelle pour bénéficier d'une sécurité juridique optimale. La subordination semble aujourd'hui admise quelle que soit la méthode employée.

134. **La validité de la subordination dans les financements structurés en droit anglais.** La validité de la subordination en droit anglais était discutée, suite à un arrêt de 1975 qui refusait de donner effet à un contrat de distribution d'actifs ne respectant les prescriptions légales³⁸⁷. Bien que cette décision ne touche pas directement un accord de subordination, certains auteurs avaient considéré que cette décision pouvait faire obstacle à ce type de mécanisme. Ce qui a incité la pratique à s'appuyer sur le mécanisme du trust afin de garantir la fiabilité de l'opération. Il existe deux modalités principales de structuration de ce type de montages³⁸⁸ :

- Le créancier « junior » cède à un trustee la créance junior. Le trustee captera alors les fonds et les rétrocédera après avoir vérifié l'état de remboursement des créanciers senior. Lorsque le créancier senior est pleinement désintéressé, les fonds restants sont versés aux créanciers juniors.
- Le créancier « junior » s'adresse à l'emprunteur. Les fonds transitent par les créanciers juniors. Ils devront cependant reverser la totalité du remboursement au trustee qui pourra alors répartir les fonds dans le respect de l'ordre établi contractuellement.

On notera que le doute sur la mise en place d'une subordination ne recourant pas à un trust, a depuis été levé grâce à l'arrêt « Maxwell communication Corp PLC »³⁸⁹. Le tribunal a clarifié la jurisprudence antérieure en affirmant que le principe posé par l'arrêt « British Eagle

386 L. Faugérolas, « La subordination des créances », art. préc., p. 227.

387 Voir en ce sens l'analyse de P. Wood, *Law and practice of international finance*, 2007, 1^{er} ed, Sweet et Maxwell, p.405. Cette analyse s'appuie sur le précédent *British Eagle International Airline Ltd V. Air France House of lord*, 1975 2 all. E.R. 390.

388 E. Müller, « Les financements mezzanine », *Banque et Droit*, 1991, n° 18, p. 153.

389 *Affaire Maxwell Communications Corp Plc*, English High Court, Re 1993 1 WLR 1402.

International Airlines Ltd » n'interdisait pas la mise en place d'un déclassement d'un créancier qui l'acceptait. L'arrêt n'interdisait que la création d'un avantage accordé au créancier, qui ne profiterait pas aux autres créanciers. La subordination est donc reconnue en droit anglais et peut affecter le capital comme les intérêts³⁹⁰. La reconnaissance des accords de subordination n'est pas une spécificité anglaise, on retrouve une logique similaire en droit américain.

135. La validité de la subordination dans les financements structurés en droit américain. Le droit américain reconnaît explicitement la validité de ce type de clauses, y compris en cas de procédure collective. La reconnaissance du mécanisme de la subordination est posée dans la Section 510 (a) du *Bankruptcy Code*³⁹¹ qui affirme que « l'accord de subordination est exécutoire dans le cadre du présent chapitre (le titre 11) comme il le serait « in bonis » ». On parle en droit américain d'*absolute priority rule* principe qui interdit au créancier junior d'être désintéressé avant le créancier senior³⁹².

136. La notion de subordination dans les financements structurés en droit français. L'emploi de la technique de la subordination dans les financements de projets français date des années 1970. On retrouve des financements subordonnés dans des financements de projets tels qu'Euro Disneyland ou le tunnel du Prado. La subordination met en place une priorité de paiement, et sépare les différents types d'investisseurs. La subordination étant largement conventionnelle, il n'existe pas de « cascade de créanciers types », il est pourtant possible de présenter les catégories les plus usitées :

- Les créanciers seniors viennent en premier dans la répartition des bénéfices,
- La dette « second lien » vient s'interposer entre la dette senior classique et la dette mezzanine. Cette dette est garantie par les mêmes actifs que la dette senior classique mais est remboursée après celle-ci³⁹³. Un praticien explique que la « dette second lien est une tranche de dette supplémentaire qui s'intercale entre la dette senior et la dette mezzanine (...) et bénéficie des mêmes garanties et sûretés que la dette senior mais à un rang moins élevé. Le produit de réalisation des garanties et sûretés profitera, en premier lieu, aux prêteurs senior et en second lieu aux prêteurs seconds liens ».

390 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 145.

391 Section 510 (a) du *bankruptcy Code*.

392 Section 510 (b) du *bankruptcy Code*.

393 P. Quiry et Y. Le Fur, *Vernimmen*, 15^{ème} éd, 2017, ed. Dalloz, p.1049, L. Assaya, « Petit glossaire du LBO », Droit des sociétés, 2005, n° 8, p. 33.

- Les créanciers (ou porteurs) mezzanines ne toucheront que si les créanciers seniors ont été désintéressés, mais primeront les créanciers juniors.
- Les créanciers juniors ne viendront eux qu'en dernier rang dans la répartition de ces bénéfiques³⁹⁴. La dette subordonnée ne bénéficie en principe d'aucune garantie³⁹⁵. Le remboursement de cette dette est « gagé sur les seuls cashs flow »³⁹⁶.

De nombreux auteurs ont proposé des définitions pour la subordination. Reprenant un auteur anglais³⁹⁷, un spécialiste des financements structurés³⁹⁸ propose de définir la subordination comme « la transaction durant laquelle un créancier (junior ou subordonné) accepte de ne pas être payé par son débiteur (...) tant qu'un autre créancier (le créancier senior) n'a pas été payé ». Un auteur évoque « l'établissement d'une hiérarchie entre créanciers lors de leur concours sur le patrimoine de leur débiteur commun »³⁹⁹. Cette définition est proche de celle proposée par un praticien qui considère la subordination comme « l'acte juridique au terme duquel les créanciers d'un débiteur commun conviennent entre eux de l'ordre suivant lequel leurs créances seront payées, le cas échéant lorsque le débiteur est in bonis et en toute hypothèse en cas de faillite »⁴⁰⁰.

On retrouve dans toutes ces propositions l'idée d'un objectif commun qui unit l'ensemble des formes de subordination de créances. Plusieurs créanciers d'un même débiteur décident du déclassement d'un créancier ou de plusieurs d'entre eux (dit « junior »). Ce déclassement profitant à un ou plusieurs autres créanciers (dit « senior »). Comme le souligne un auteur la subordination financière suppose un double mouvement : le déclassement au détriment des juniors (hiérarchie par le bas) et la mise en place d'une préférence au profit des seniors (hiérarchie par le haut)⁴⁰¹. Il semble que les deux traits caractéristiques de la subordination soient l'objectif de déclassement d'un créancier junior ayant pour conséquence commune de mettre en place un droit de préférence bénéficiant au senior.

137. **La conséquence de la subordination : la mise en place d'un droit de préférence au profit du créancier senior.** Les créanciers seniors « sont (...) les bénéficiaires indirects du

394 S. Praicheux, Rép. Soc, Sûretés financières, octobre 2010.

395 « La dette subordonnée ne peut bénéficier d'aucune garantie. Cela résulte de la définition de la dette subordonnée », E. Müller, « Les financements mezzanine », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 154.

396 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 145.

397 « subordination is a transaction whereby one creditor (...) (junior creditor) agrees not to be paid (...) until another creditor of the common debtor (senior creditor) has been paid » P. Wood, *Law and practice of international finance, Project Finance, Subordinated debt and state loans*, 1995, Sweet et Maxwell, p. 37.

398 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 145.

399 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.7.

400 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 19.

401 M. Bali, *La subordination financière, op. cit.*, spéc., p.27 et s.

procédé en ce qu'ils ne seront jamais en concours avec le créancier junior »⁴⁰². Un auteur établit un parallèle entre le rapport créancier senior et un créancier junior et le celui du créancier titulaire d'une sûreté et un chirographaire. Il affirme ainsi que « lors des répartitions consécutives à une liquidation ou à la vente d'un bien, qu'il soit doté d'un droit de préférence ou qu'il bénéficie du retrait d'autres créanciers, il aura l'assurance d'être payé avant un certain nombre de créanciers »⁴⁰³. Ce qui lui permet de conclure que « pour un créancier senior, la subordination financière est un moyen d'atténuer les conséquences de la défaillance de son débiteur ». Le point est particulièrement flagrant dans le cas de la mise en place d'une subordination particulière. Dans cette configuration, un créancier identifié bénéficie d'un paiement prioritaire, sur le créancier junior. On notera d'ailleurs que le créancier senior est souvent l'instigateur de la demande de mise en place de subordination⁴⁰⁴. La subordination particulière opère un déclassement du créancier subordonné au profit d'un créancier ou d'une catégorie de créancier qui entraînera pour ces derniers un paiement préférentiel. Cet objectif de garantie des créances a été exprimé clairement pour certaines formes de subordination particulières légales. En matière de subordination s'appuyant sur la titrisation « la couverture contre les risques de défaillance des débiteurs des créances acquises par le FCC peut être obtenue par l'octroi d'un ou plusieurs prêts subordonnés »⁴⁰⁵. Certains auteurs ont mis en avant cette logique de garantie des parts subordonnées des organismes de titrisation et affirment que « la subordination (...) accorde *de facto* à certains créanciers un rang privilégié »⁴⁰⁶.

On retrouve une logique proche en matière de subordination générale. La mise en place d'un financement sujet à une subordination générale a pour but d'améliorer la solvabilité de l'entreprise ou du projet qui en bénéficie et conforter les créanciers seniors. On retrouve à nouveau la logique de garantie offerte par la subordination. Ces fonds sont d'ailleurs pour cette raison assimilés à des fonds propres. De la même façon que le capital social est considéré comme la première garantie des créanciers sociaux, les quasi fonds propres permettent d'accroître la sécurité de l'ensemble des créanciers en leurs garantissant d'être préférés aux créanciers sujets à la subordination générale. Ces éléments permettent à une partie de la doctrine d'affirmer clairement que « le créancier senior, du fait de la

402 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 337.

403 M. Bali, *La subordination financière*, *op. cit.*, spéc., p.147.

404 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 331.

405 Décret n°89-158 du 9 mars 1989 portant application de la loi n°88-1201 du 23 Décembre 1988 relatif aux FCC.

406 A. Prum, A. Couret, J-P. Spang, P. Dupont et A. Steichen, *Titrisation*, 2008, Ed. Anthemis, p.72.

subordination, bénéficie d'un véritable droit de préférence »⁴⁰⁷. Le créancier senior étant bénéficiaire d'un droit de préférence, il est tentant de le rapprocher d'une figure connue du paysage juridique français : celle du créancier titulaire d'une sûreté⁴⁰⁸.

138. L'objectif de la subordination : la mise en place d'un déclassement au détriment des créanciers juniors. On relèvera cependant que si la subordination aboutit de façon incidente à créer une préférence, ce n'est pas son objectif premier. L'objectif de la subordination est le déclassement d'un ou de plusieurs créanciers. La contrepartie de ce déclassement pour le créancier junior se trouve dans la rémunération du prêt. En effet, dans cette configuration « le prêteur est un créancier chirographaire, mais dont le prêt est rémunéré supérieurement à ceux des autres créanciers »⁴⁰⁹.

Afin d'éviter toute ambiguïté sur la notion de subordination des créances, il faut rappeler que ce n'est pas l'existence même de la créance qui est subordonnée, comme l'expression pourrait le laisser entendre, mais bien son remboursement⁴¹⁰. La créance junior ne naîtra pas au paiement du créancier senior, elle redeviendra simplement exigible. Un auteur⁴¹¹ résume le déclassement du créancier subordonné en affirmant « qu'en subordonnant sa créance, un créancier accepte de n'être remboursé en principal et éventuellement en intérêts qu'après un ou plusieurs autres créanciers ». Une partie de la doctrine parle « de cause légitime de non préférence »⁴¹², cette qualification étant une référence affichée à l'article 2285 du Code civil. Mais si la figure du créancier bénéficiant d'une préférence est connue, celle du créancier « déclassé » est originale en droit français.

La classification traditionnelle en droit français séparait « les actionnaires, détenteurs de titres risqués et les créanciers, ayant droit prioritaire au paiement de la rémunération et au remboursement de leurs capitaux »⁴¹³. Il est donc tentant de rapprocher ce créancier « singulier », avec une forte appétence pour le risque, d'une figure connue du droit des sociétés : celle de l'associé. Cette *summa divisio* semble fragilisée par le développement des financements subordonnés.

B. Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé »

407 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, op. cit., spéc., p. 323.

408 Ce point sera développé dans le B « l'inadéquation de la qualification de sûretés traditionnelles », p. 130.

409 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 14 ; E. Müller, « Les financements mezzanine », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 152.

410 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, op. cit., spéc., p. 7.

411 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.69.

412 E. Müller, « Les financements mezzanine », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 154.

413 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, op. cit., spéc., p. 159.

139. **Le rapprochement entre associé et créancier subordonné.** On retrouve ce rapprochement entre la qualité de créancier subordonné et celle d'associé tant en droit américain qu'en droit français. On retrouve le parallèle entre créancier subordonné et associé en droit américain. En effet, lorsque le créancier se comporte comme un actionnaire notamment en s'immiscant dans la gestion du débiteur⁴¹⁴, le tribunal peut mettre en place une « equitable subordination » (prévue par la Section 510 (c) du *Bankruptcy Code*). Le créancier sera alors subordonné. Il se retrouvera dans une situation proche de celle d'un associé de la société. La mise en place de prêt subordonné souligne le professeur COURET vient « accroître la confusion déjà tellement acquise entre associés et prêteurs »⁴¹⁵. Cette ambiguïté n'a rien de surprenant lorsque l'on sait que la volonté du législateur, en renforçant la sécurité juridique de la dette subordonnée, était d'affiner le « continuum entre le capital et l'endettement »⁴¹⁶. La confusion se retrouve dans les dénominations employées. Le terme de « capital intermédiaire » employé par certains auteurs⁴¹⁷ illustre l'ambiguïté de la distinction entre créances subordonnées et capital social. Cette ambiguïté entre dette subordonnée et capital est principalement liée à deux éléments clefs.

140. **Le rapprochement entre associé et créancier subordonné : un financement ayant un profit de risque similaire.** La première raison de cette confusion est la similarité de ces deux modalités de financement en termes de risque. Comme nous l'avons déjà évoqué, la situation de créancier subordonné (notamment lorsque la subordination est générale) n'est guère plus enviable que celle de l'associé en cas de difficulté du débiteur.

141. **Le rapprochement entre associé et créancier subordonné : un financement ayant une durée similaire.** La seconde raison du rapprochement est le caractère durable de ces deux sources de financement. On relèvera à nouveau que ce critère est plus marqué dans certaines formes de subordinations. On pense notamment au TSDI (Titre Subordonné à Durée Indéterminée). Comme le souligne le professeur COURET, « les notions de financements mezzanines ou de quasi-fonds propres expriment une tendance lourde de la théorie financière moderne qui privilégie le degré de permanence des fonds dans l'entreprise au détriment de

414 J. C. Murray, « Equitable Subordination in Bankruptcy: An Analysis of In re Yellowstone », American Bar Association Report, février 2010, p. 1 et s.

415 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n° 9, p. 146.

416 P. Marini, « La loi de sécurité financière : un an après juillet 2004 », Rapport du sénat, n° 431.

417 A. Couret, « Les financements mezzanine », art. préc., p. 144.

leur origine ». On relèvera en premier lieu que si ces éléments sont particulièrement marqués dans certaines formes de subordination, ni la durabilité du financement, ni l'intensité du risque ne se retrouve de façon systématique dans l'ensemble des financements subordonnés. Ainsi semblerait-il délicat de rapprocher la situation d'un créancier dont la subordination n'a vocation à jouer que sur une période limitée et au profit d'un créancier particulier de celle d'un associé. On notera par ailleurs que l'ambiguïté existe principalement dans le cas où le formalisme de l'opération ne permet pas clairement d'établir la nature de cette dernière. En effet, lorsque le prêt subordonné s'appuie sur un mécanisme légal comme la mise en place de titres super-subordonnés, la nature de l'opération ne suscite pas de débat. En effet, la loi qualifie expressément les valeurs mobilières émises comme étant « représentatives de créances »⁴¹⁸. Les titres super-subordonnés sont des titres de créances au sens de l'article L 211-1-2 du Code monétaire et financier. Comme le relève un auteur, « la mise en place d'une mécanique de subordination n'affecte que le rang de remboursement de la créance du titre émis et certainement pas (...) sa nature obligataire »⁴¹⁹. On relèvera cependant que le législateur n'est pas toujours aussi clair sur la nature des financements subordonnés. Une ambiguïté existe notamment sur les financements participatifs.

142. **La nature des prêts participatifs.** Le caractère hybride des prêts participatifs incite à s'interroger sur la nature de ces financements. Ces financements sont « à la croisée du prêt à long terme et d'une prise de participation capitalistique »⁴²⁰. L'un de leurs objectifs est de « répondre à une insuffisance de fonds propres (...) et d'éviter une dilution du capital »⁴²¹.

Malgré leur source législative, la nature des prêts participatifs est plus discutée que pour d'autres formes de subordination. La discussion sur la nature juridique du prêt participatif a rapidement jailli au lendemain de la loi du 13 juillet 1978⁴²². En effet, certains aspects du régime général des prêts participatifs permettent de faire un parallèle entre ce type de prêt et des actions. Ainsi l'article L 313-14 du Code monétaire et financier affirme « ils sont, au regard de l'appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, assimilés à des fonds propres. ». Cette partie du texte avait été discutée par le législateur⁴²³. La

418 C. com. art. L.228-97.

419 M. Galland, «La subordination de dernier rang: régime et finalités des TSS», BJS, 2006, n°10, p.1114.

420 Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quiévy, p. 1.

421 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 13.

422 Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quiévy, p. 2.

423 Amendement 21 proposé par M. Lauriol en vue de supprimer cette partie du texte, J. Foyer, affirmait que «la place (de l'art. 23 al.2) dans une disposition légale n'était pas avérée » Compte rendu de la séance de l'AN du 22 juin 1978 sur la proposition de loi relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, J. Foyer p. 3318.

disposition avait finalement été maintenue afin de favoriser la solvabilité des entreprises financées par des prêts participatifs. Cependant un consensus semblait clairement se dégager soulignant que « l'assimilation prévue [...] était quelque peu forcée, et qu'au demeurant, il s'agissait là d'une mention de caractère plus économique que juridique ». Le législateur affirmait néanmoins « qu'il est fondamental de maintenir ce texte qui assimile ces prêts - financièrement et non juridiquement - aux fonds propres »⁴²⁴, notamment pour maintenir l'attractivité des prêts participatifs. On retrouve cette ambiguïté dans une réponse du Ministère de la justice sur les prêts participatifs « sur le plan juridique, les prêts participatifs ont pour l'entreprise le caractère de dette et constituent un élément de passif interne. En revanche, au regard de l'appréciation de sa situation financière, ils sont assimilés à des « fonds propres »⁴²⁵. On relèvera cependant que la réglementation relative au prêt participatif se retrouve dans une sous-section sur le « crédits aux entreprises », ce qui conforte l'idée selon laquelle, dans l'esprit du codificateur, le prêt participatif est un instrument de dette. La jurisprudence, en matière de prêts participatifs semble d'ailleurs consacrer ce rattachement des créances « hypo-chirographaires » nées des prêts participatifs aux créances. Ainsi la Cour d'appel de Paris a elle rappelé que « dans le cadre des prêts participatifs (...) l'organisme prêteur est un créancier au regard de la procédure collective »⁴²⁶. Il semble donc, comme l'affirme le professeur LUCAS, que cette « assimilation (entre prêt participatif et capital social), faite par la loi, n'a qu'une portée financière (...) le prêt participatif doit être regardé comme une créance »⁴²⁷.

143. **La nature des titres participatifs.** La nature des titres participatifs est sans doute la plus ambiguë de l'ensemble des instruments légaux de subordination. Ils sont considérés comme des « valeurs mobilières ». La similarité entre le régime des titres participatifs et celui des actions a pourtant des limites. On note qu'en matière d'information les titres participatifs offrent des droits limités⁴²⁸ sans doute plus proches de ceux d'un créancier que de ceux d'un actionnaire. Sur de nombreux aspects, le régime des titres participatifs renvoie

424 Compte rendu de la séance de l'AN du 22 juin 1978 sur la proposition de loi relative à l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, J. Foyer p. 3318.

425 Rep. Min. J. Marette, n°30283, JO AN 8 Août 1983, p. 3488.

426 CA de Paris, 8 juill. 1987, note M. Cabrillac et M. Vivant, JCP E, 1988, II, 15221, n° 1.

427 F-X Lucas, « Créance de remboursement d'un prêt participatif et principe d'égalité entre les créanciers antérieurs », RDBF, 2002, n° 4, p. 142.

428 B. Bouloc, « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », Rev. Société, 1983, p.523.

d'ailleurs à celui des obligataires. L'ensemble de ces éléments permet à un auteur d'affirmer que le créancier qui s'appuie sur des titres participatifs est un créancier et non un associé⁴²⁹.

Il semble en conclusion que le prêteur participatif ne puisse pas être assimilé à un actionnaire, et demeure un créancier. Un auteur résume « il apparaît clairement que le créancier subordonné ne peut être assimilé à un associé du seul fait de l'existence de la subordination »⁴³⁰. On trouvera confirmation du statut de créancier du prêteur participatif dans le traitement qui lui est appliqué. On notera par exemple que le prêteur participatif obtient le remboursement de ses fonds durant les opérations de liquidation⁴³¹, alors que l'associé n'est remboursé du montant qu'il a apporté qu'après la clôture de la liquidation de la société⁴³² lorsqu'il reste des fonds disponibles.

Il existe en revanche une grande proximité de situation entre le prêteur subordonné dans le cadre d'une subordination contractuelle et l'associé. Comme le relève un auteur en terme de risque « le titulaire d'une créance mezzanine est loin d'être un simple créancier : le prêteur devient associé »⁴³³. Cette volonté de traiter de façon égale des acteurs dans des conditions similaires avait amené le professeur LUCAS à proposer d'uniformiser le traitement de ces différentes catégories dans le cadre d'un contrat d'investissement⁴³⁴. Le remboursement de la dette subordonnée est « gagé sur les seuls cashs flow »⁴³⁵. En effet, si les flux financiers générés par la société venaient à se tarir, le créancier subordonné serait rapidement exposé au risque de non remboursement de sa créance. Cette situation rappelle la vocation aux pertes et profits de l'actionnaire. Le principe d'égalité n'impose-t-il pas « qu'à des situations semblables soient appliquées les mêmes règles »⁴³⁶ ? La volonté de rapprocher les régimes est liée à la proximité des situations. Une analyse des spécificités des créances subordonnées au regard des différents éléments constitutifs de la société nous permettra d'évaluer la pertinence de ce rapprochement.

144. La proximité entre le risque d'un financement subordonné et la vocation aux pertes et profits de l'associé. Le caractère subordonné du prêt accroît considérablement le risque de défaut. Comme nous l'avons précédemment expliqué, le porteur d'une créance

429 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 61.

430 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 188; Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quievy, p. 3.

431 C. mon. Fin. art. L. 313-15.

432 C. Civ. 1844-9.

433 T. Massart, « réflexion sur les financements « mezzanines » », LPA, 1992, n°155, p.10.

434 F-X Lucas, « Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? », RDBF, 2002, n°4 p. 216.

435 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 145.

436 Cons. const., 21 janvier 1981, n° 82.128.

subordonnée (particulièrement dans le cas d'une subordination générale) accepte, comme l'actionnaire, d'être payé après les créanciers seniors⁴³⁷. Le risque supporté par le créancier subordonné est plus proche d'un risque « en capital » que d'un risque obligataire classique⁴³⁸.

Le premier critère qui permet théoriquement de distinguer l'associé et le créancier tient à leur modalité de rémunération. La pertinence de ce critère est parfois discutée. En effet, la jurisprudence admet que la rémunération d'un prêt puisse consister en une participation au bénéfice. Ainsi la Cour d'appel de Paris souligne que « si la rémunération d'un prêt consiste (...) généralement dans l'allocation (...) d'un intérêt fixe, cette règle n'a rien d'impératif et un prêteur peut stipuler sans pour autant perdre cette qualité (...) une participation pour toute rémunération (...) avec stipulation en plus de l'intérêt fixé, de la moitié de la plus-value du fonds après cinq années d'exploitation ». Ces clauses d'intéressement sont d'ailleurs courantes en matière de prêts participatifs. Un auteur relève qu'en pratique le prêteur participatif « stipule le service d'un intérêt fixe qu'il majore habituellement (...) d'une participation, notamment sur le bénéfice net de l'emprunteur »⁴³⁹. S'il semble donc envisageable d'avoir une rémunération des créances subordonnées proche d'une vocation aux bénéfices, il semble inenvisageable de considérer les pertes sur le principal ou sur les intérêts d'une créance comme une perte en capital. Mais la Cour de cassation connaît une catégorie singulière d'associés pour qui « le remboursement de l'investissement est une condition déterminante »⁴⁴⁰ : l'associé bailleur de fonds. Ces associés particuliers n'ont pas de réelle vocation aux « pertes et profits ». Cette configuration illustre la « porosité de la séparation entre le haut de bilan et l'endettement » mise en avant par le professeur LUCAS⁴⁴¹. On retrouve une forte proximité entre l'associé « bailleur de fonds » reconnu par la jurisprudence et le porteur de créances subordonnées.

145. **La proximité de la mise à disposition de fonds du prêt subordonné et de l'apport.**

L'opération d'apport, comme celle de prêt à une société, aboutissent à une remise de fonds à une personne morale. La mise à disposition pourrait être rapprochée d'un apport réalisé par le financeur. On notera cependant que le contrat de prêt subordonné n'a pas vocation à transférer

437 S. Vermeille et T. Francois, « le feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé », JCP. E, 2012, n°40, p 26.

438 M. Galland, «La subordination de dernier rang: régime et finalités des TSS», BJS, 2006, n°10, p.1132.

439 Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quiévy, p. 2.

440 Cass. Com 16 novembre 2004, n° 00-22713 ; note H. Le Nabasque, Rev. Sociétés, juillet 2005, n°3, p. 593 ; note C. Champaud et D. Danet, RTD com., janvier 2005, n°1, p. 111 ; note F-X. Lucas, RDBF, mars avril 2005, n°2, p. 50 et s.

441 F-X Lucas, «Retour sur le caractère (non) léonin des promesses d'achat d'actions à prix minimum garanti » BJS., 2009, n° 6, p. 583 et s.

la propriété des sommes mises à disposition, cet apport devra donc être considéré comme un simple apport en jouissance de fond⁴⁴². Sur la question de la vocation aux pertes et profits et celle de l'apport, il semble envisageable de rapprocher le créancier subordonné de l'associé. En revanche, un des éléments clef du statut d'associé fait défaut au créancier subordonné : *l'affectio societatis*.

146. **L'absence d'*affectio societatis* du prêteur subordonné.** L'un des critères permettant traditionnellement de caractériser un associé est l'*affectio societatis*. Cette notion est souvent remise en question tant du fait du périmètre discuté de la notion⁴⁴³ que du caractère diffus de l'*affectio societatis* de certains actionnaires. Comme le soulignait le Doyen RIPERT, « celui qui achète une action à la bourse peut difficilement croire qu'il fait figure d'associé au sens ancien et réel »⁴⁴⁴. Une partie de la doctrine considère que l'*affectio societatis* est caractérisé lorsque l'on établit « la volonté de collaborer (...) sans aucune subordination des uns à l'égard des autres et de courir ensemble les aléas communs »⁴⁴⁵. Cette acception de l'*affectio societatis* se fonde notamment sur l'article 1844 du Code civil qui affirme que « tout associé a droit aux décisions collectives ». Un auteur résume la distinction en affirmant que « le prêteur doit se contenter d'une attitude passive, exclusive de cette coopération active qui est attendue d'un associé dans une société »⁴⁴⁶. Or le créancier subordonné issu des financements structurés n'intervient en principe pas directement dans la gestion du débiteur. Les créanciers subordonnés n'obtiennent en contrepartie de leurs financements aucun droit politique. On relèvera cependant que, dans certains cas, ces créanciers exercent au travers des nombreuses clauses et ratios imposés à la société dans le contrat de prêt, un contrôle sur la marche des affaires. Selon ce même auteur, le contrôle effectif est « incompatible avec l'attitude passive censée être le lot du créancier »⁴⁴⁷. On relèvera qu'en fragilisant l'un des derniers critères permettant de distinguer le créancier de l'associé (notamment en multipliant les clauses influençant la gestion du débiteur) le créancier s'expose à être requalifié en associé⁴⁴⁸. Cependant, dans la majorité des cas, ces clauses interdisent certains choix sans pour autant fixer de réelles orientations sur la gestion. Dans ce type de configuration il est délicat de considérer le créancier subordonné comme un associé.

442 La validité de ce type d'apport est expressément prévue par la loi (C. civ. art. article 1843-3 al 4).

443 L'élément psychologique de l'*affectio societatis* rendant son périmètre variable.

444 G. Ripert *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 1951, LGDJ. 2^{éd}, p. 94.

445 M. Vasseur, *Droit des affaires* 1, Fasc. 1, Les Cours de droit, 1988, p. 101.

446 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 185.

447 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, *op. cit.*, spéc., p. 186.

448 Ce point sera développé dans la « Section 2. La responsabilité des financeurs », p. 336.

147. **Les financements subordonnés et la notion de fonds propres.** Le critère clef de la qualification des fonds propres, contrairement aux capitaux propres, ne semble pas être tant la propriété juridique que la propriété économique⁴⁴⁹. Les éléments pour caractériser cette propriété économique sont notamment la détention durable des fonds et le niveau de risque. On retrouve ces critères dans la définition des fonds propres proposée dans le cadre de la réglementation de Bale III. Ainsi, pour être assimilés à des fonds propres, on retrouve dans les critères l'exigence d'un instrument à durée indéterminée et dont le rang est inférieur à celui des déposants et des créanciers chirographaires⁴⁵⁰.

On peut donc considérer que certaines formes de subordination (notamment les titres participatifs⁴⁵¹ et les titres super subordonnés⁴⁵²) peuvent être assimilées à des fonds propres sans pour autant intégrer le capital social. Cette assimilation est considérée par le professeur COURET comme l'un des éléments caractéristiques de la dette mezzanine⁴⁵³. Il est cependant nécessaire de rappeler que cette assimilation n'est pas généralisable à l'ensemble des formes de subordination (ex : les subordinations particulières ou temporaires ne sont pas concernées). Bien que la fonction économique de certaines formes de dettes subordonnées soit celle des fonds propres⁴⁵⁴, l'analyse juridique de la nature de la dette subordonnée permet d'affirmer que les investisseurs s'appuyant sur ce type de financements doivent être rattachés à la catégorie des créanciers et non à celle des actionnaires.

On retrouve dans le double objectif (créer à la fois une préférence et un déclassement), la même idée directrice que celle développée en matière de financement isolant le créancier : moduler le risque de crédit. Le financement subordonné s'appuie sur une stratégie différente pour servir le même objectif. L'idée n'est plus d'intervenir au moment de la saisie collective mais au moment de la redistribution de l'actif saisi entre les différents créanciers du débiteur. Comme nous l'avons déjà évoqué, les financements structurés sont nés de la pratique. La logique qui les caractérise est donc plus tournée vers l'objectif visé dans le cas présent, le

449 Cette logique rappelle celle du règlement comptable 2004-06 du 23 novembre 2004 relatif à la définition des éléments d'actifs, qui préfère de contrôle économique de l'actif à celle de propriété juridique.

450 « Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires », juin 2011, p. 16 et s.

451 C. com. art. R.123-190.

452 « Ils sont (...) considérés par l'ensemble des analystes financiers comme (...) des autres fonds propres selon la terminologie (...) de l'article R. 123-190 du Code de commerce, car ils sont des moyens de financement à degré d'exigibilité très faible », A. Bougnoux, JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. P-630, Titres subordonnés, mai 2009.

453 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 144.

454 M. Galland, « La subordination de dernier rang : régime et finalités des TSS », BJS, 2006, n°10, p.1114.

déclassement d'un créancier junior au profit d'un senior. Cet objectif pouvant être atteint via différents *instrumentum* juridiques.

2§. Les outils juridiques de la subordination

148. **Les différents supports de la subordination en droit français.** On retrouve à nouveau la logique pragmatique des financements structurés, qui sont polarisés sur la fin plus que sur les moyens. Il est possible d'utiliser différents types de supports permettant d'aboutir à une subordination. Le professeur MOULIN ⁴⁵⁵ parle « des montages qui, en matière de financement des entreprises (...), offrent à une société, compte tenu de nombreux paramètres exogènes et endogènes, d'émettre des titres de créance qui, par la combinaison de divers actes et dispositions, tels que des engagements de subordination ou de cession d'antériorité vont permettre, précisément, de subordonner la rémunération des prêteurs voire le remboursement de leurs fonds ». On retrouve la multiplicité de mécanismes ayant un objectif commun, en l'espèce celui de générer une subordination. Selon le ou les mécanismes retenus, la subordination aura une qualification et un régime différents, aussi est-il nécessaire d'identifier les grandes catégories de mécanismes supports de la subordination. Ces montages peuvent s'appuyer sur un mécanisme contractuel (A), ou sur un mécanisme légal (B).

A. La subordination contractuelle

149. **Les mécanismes de la subordination contractuelle.** Il existe deux grandes catégories de mécanismes contractuels permettant d'aboutir à la mise en place d'une subordination. Le premier mécanisme que nous qualifierons de subordination contractuelle *stricto sensu* s'appuie sur les outils du droit des contrats et notamment des clauses spécifiques dans le cadre d'un accord entre les prêteurs. Le second, que nous qualifieront de mécanisme de subordination structurelle, s'appuie sur les outils du droit des sociétés et notamment sur une ou plusieurs entités *ad hoc*.

150. **La subordination contractuelle.** Les relations entre les prêteurs peuvent être régies par une « convention de subordination » ou « intercreditor agreement ». Ces accords « habituels dans les opérations de financements dits structurés (montage souvent

455J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

internationaux de type LBO), fixent de manière contractuelle l'ordre de paiement entre eux des créanciers »⁴⁵⁶. Ce contrat régit « les relations entre les (...) créanciers et prévoit un rang de remboursement (...) pour chacun des prêteurs »⁴⁵⁷. Un praticien définit ce contrat comme celui qui « consacre la hiérarchie de remboursement entre les différents apporteurs de fonds et la société holding »⁴⁵⁸. En droit français, la subordination des créances est née dans un cadre légal strict, notamment au travers de la loi du 13 juillet 1978. L'instauration d'un cadre législatif spécifique avait amené certains auteurs à s'interroger sur la possibilité d'instaurer une subordination des créances purement conventionnelles⁴⁵⁹. La question de la possibilité de la mise en place d'une subordination contractuelle avait été discutée⁴⁶⁰. Il semble aujourd'hui qu'en matière de subordination le principe de liberté contractuelle ait vocation à s'appliquer. Ce principe « permet aux parties de réaliser toutes les opérations qui leur plait d'effectuer, à moins que la loi ne le leur interdise et non à condition (...) que la loi le leur permette »⁴⁶¹. En l'espèce, la mise en place d'une subordination légale ne saurait être interprétée comme une prohibition de la mise en place de subordination contractuelle. La question de la validité de la subordination conventionnelle ne semble aujourd'hui plus alimenter de débat doctrinal.

151. **La subordination structurelle.** Inspirée par la notion anglo-saxonne de « structural subordination », cette forme de subordination s'appuie sur une ou plusieurs entités *ad hoc*. Un auteur définit le montage structurel comme l'assemblage de structures interdépendantes produisant un effet différent de ceux qu'aurait produit chaque société prise isolément⁴⁶². En matière de subordination, la dette senior et la dette junior sont détenues par des entités juridiques distinctes mais appartenant à un même groupe. La dette la plus senior sera portée par la société générant le plus de cash-flow (la société opérationnelle) et la dette la plus junior sera portée par la holding « de tête » (ou final). La logique de la subordination structurelle sera de considérer que le flux financier permettant le remboursement de la dette sera généré au niveau de la société opérationnelle. Ce flux sera utilisé prioritairement pour rembourser les créances seniors et sera ensuite remonté à une holding (par des dividendes ou via la mise en place d'un compte courant) afin de rembourser les créanciers plus juniors. Le flux sera ainsi

456 F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, 10^{ème} éd., 2015, LGDJ, p. 410.

457 R. Hamou, « Les titres super-subordonnés dans les LBO », *Dr. et Patr.*, 2004, n° 128, p. 26.

458 L. Assaya, « Petit glossaire du LBO », *Droit des sociétés*, 2005, n° 8, p. 33 et s.

459 L. Faugérolas, « Subordination des créances », *JCP E*, 1991, n° 42, p. 429 et s.

460 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *Mélanges J. Derruppé, Joly*, 1991, p. 227.

461 H. Le Roy, « Les clauses de « préférence » et de « subordination » en droit français et les emprunts (Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) », *RDAI*, 1986, n° 7, p. 726.

462 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 312 et s.

remonté dans la cascade de holding, jusqu'à ce que la totalité des créanciers soit remboursée, ou que le flux soit épuisé. On pourra interposer autant de niveaux de subordination que désiré en ajoutant des holdings intermédiaires dans le groupe de sociétés. Dans ce cas, la subordination des prêteurs juniors est renforcée car ils n'ont aucune relation contractuelle directe avec la holding d'acquisition. On retrouve sur ce point l'aspect clef de l'indépendance de l'entité *ad hoc* vis-à-vis de ses actionnaires. La subordination structurelle s'appuie sur l'idée « d'un même actif scindé sur plusieurs patrimoines ». Un auteur relève que cette technique est proche de celle retenue pour les situations de modification de l'actif⁴⁶³. On relèvera d'ailleurs que l'utilisation d'entités *ad hoc* est commune à ces deux types de financements structurés. La subordination peut aussi s'appuyer sur des dérogations légales à l'ordre de distribution défini par les procédures collectives.

B. La subordination légale

152. **La subordination légale.** La mise en place de supports légaux à la subordination constitue une « exception culturelle » française⁴⁶⁴. Les pays de « common law » se contentant le plus souvent de mécanismes contractuels. La France a mis en place trois grandes catégories d'instruments de subordination légale : les titres participatifs, les titres super-subordonnés et les parts subordonnées d'organismes de titrisation.

153. **Les prêts participatifs et les titres participatifs.** Le prêt participatif désigne un « contrat de crédit par lequel un organisme habilité apporte un concours financier à une entreprise ». La notion et le régime des prêts participatifs sont nés de la loi du 13 juillet 1978. La principale caractéristique de ce type de financement est que le prêteur n'est remboursé qu'une fois que tous les créanciers privilégiés et chirographaires de l'emprunteur sont désintéressés, dans le cas où l'entreprise de ce dernier serait mise en liquidation ou en redressement judiciaire. La créance du prêteur participatif puise son origine dans un contrat de prêt et non dans une souscription de valeurs mobilières comme des « titres de créances »

463 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.111.

464 « France is one of the few countries which has expressly regulated the rules applicable to subordinated debt by statute », P. Wood, *Project Finance, Securitisation, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 206.

(comme c'est le cas en matière de TSS)⁴⁶⁵. Les titres participatifs sont le pendant des prêts participatifs pour le secteur coopératif et pour le secteur public⁴⁶⁶.

154. **Les titres super-subordonnés (TSS).** La notion de titres super-subordonnés est apparue plus récemment, à l'occasion de la refonte de l'article L.228-97 du Code de commerce. Les titres subordonnés représentent un titre de créance pour lequel l'émetteur prévoit que le remboursement de l'emprunt ne pourra intervenir qu'après le désintéressement de tous les créanciers privilégiés et chirographaires.

155. **Les parts subordonnées d'organismes de titrisation.** Enfin le législateur a autorisé la mise en place d'une subordination dans le cadre d'une forme spécifique de financements structurés⁴⁶⁷: la titrisation. Cette formule a depuis été largement remaniée lors d'une réforme intervenue en 2008⁴⁶⁸. Un organisme de titrisation bénéficie de la faculté de se faire octroyer des prêts subordonnés afin de garantir l'émission⁴⁶⁹. Le principe consiste pour l'organisme à créer plusieurs catégories de titres qui sont hiérarchisées. Les titres subordonnés assument le risque de défaillance des débiteurs. La subordination en matière d'entité de titrisation est fondée sur l'article R.214-109 du Code monétaire et financier.

La subordination légale, comme la subordination contractuelle, a pour objectif d'assurer la ventilation du risque. On relèvera cependant que le choix d'un mécanisme légal aura une influence déterminante dans le contexte du droit des procédures collectives où les accords contractuels sont largement fragilisés.

Nous avons isolé les grands éléments communs à l'ensemble des financements structurés permettant de proposer une définition fonctionnelle de cette notion. La subordination est l'opération par laquelle un créancier dit « subordonné » (ce statut n'étant pas assimilable à celui d'un associé) accepte d'être déclassé au profit d'un ou de plusieurs autres créanciers, ce déassement pouvant s'appuyer sur des techniques variées ». Il reste à déterminer s'il est envisageable, malgré la variété des techniques employées, d'isoler une définition conceptuelle commune.

465 Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quiévy, p.2.

466 Loi n° 83-1, 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne.

467 Loi n° 88-1201, 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et portant création des FCC et le décret d'application n°89-158 du 9 mars 1989, art. 9.

468 Ord. n° 2008-556, 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/ CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances.

469 Cette faculté existe depuis le décret n°98-1015 du 6 novembre 1998 relatif aux fonds communs de créances.

Section 2. La tentative de définition conceptuelle des financements structurés

156. **La définition conceptuelle des financements structurés.** La définition fonctionnelle de la subordination nous a permis d'isoler certains éléments caractéristiques des financements structurés subordonnés notamment dans un contexte de procédures collectives. En nous appuyant sur ces spécificités, nous tenterons de rapprocher les financements structurés générant une subordination d'autres mécanismes juridiques connus. L'ensemble de ces éléments permettra dans un premier temps de rapprocher les financements subordonnés d'une forme de montage en concurrence avec le droit de la faillite (1§). Puis, dans un second temps, nous tenterons d'isoler les éléments marquant l'originalité de la méthode retenue par les financements structurés en comparaison de celle des mécanismes classiques du droit des obligations et du droit des sûretés « traditionnelles » (2§).

1§. Les financements subordonnés: une forme de montage en concurrence avec le droit de la faillite

157. **Les financements structurés pour faire face aux procédures collectives.** Comme nous venons de le voir, les financements subordonnés permettent de modifier l'ordre des répartitions. Comme en matière de financement assurant l'altération de la saisie collective, il convient de s'interroger sur les stratégies juridiques qui permettent d'assurer l'efficacité des financements subordonnés (A). Cette analyse permettra d'isoler au sein de ce type de structure de financement les grands marqueurs des montages (B).

A. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective

158. **La nécessité d'établir une stratégie permettant de mettre en place la subordination efficiente dans un contexte de procédure collective.** Les financements subordonnés s'appuient souvent sur de simples contrats qui ne devraient pas s'imposer à l'ordre public de répartition défini par les procédures collectives. On peut se demander comment le créancier issu des financements subordonnés parvient à échapper aux règles impératives de la procédure collective (celles concernant l'ordre des répartitions ou l'égalité des créanciers). Cette capacité à échapper aux règles impératives de la procédure collective n'est pas propre au mécanisme générant une subordination. Pour aboutir à ce résultat, les

financements subordonnés exploitent les mêmes leviers que les financements altérant la saisie collective⁴⁷⁰.

159. **Les stratégies des financements structurés.** L'étude des financements structurés permet d'affirmer qu'ils s'appuient sur deux grandes catégories de stratégies juridiques communes permettant de parvenir au résultat escompté. Ces deux grandes « stratégies » de montage peuvent être considérées comme les « principes communs permettant d'organiser l'association des différentes techniques juridiques »⁴⁷¹ des financements structurés. Ces deux stratégies consistent :

- dans un premier cas à s'appuyer sur des textes dérogeant de façon spécifique au droit traditionnel des procédures collectives. Cette première stratégie est utilisée aussi bien en matière de titrisation (financements structurés altérant l'actif) qu'en matière de subordination légale (financements subordonnée). C'est notamment la technique employée en matière de subordination mise en place via une titrisation ou via des financements participatifs.

- dans un second cas à exploiter les limites des procédures collectives. On retrouve cette stratégie dans le cadre de la mise en place de financements assurant une subordination structurelle ou contractuelle.

Si la possibilité de s'appuyer sur un mécanisme d'origine conventionnelle comme légale dans le cadre d'un financement structuré ne semble aujourd'hui plus faire l'objet de débat, ce choix n'est pas sans impact sur la résistance de la structure de financement aux procédures collectives.

160. **Les financements structurés : l'utilisation d'une dérogation légale des procédures collectives.** La subordination légale constitue une « particularité française »⁴⁷². Dans cette configuration, « le privilège accordé aux créanciers seniors trouve son fondement et sa justification dans un texte »⁴⁷³. Les textes supports de la subordination légale fournissent souvent le fondement des dérogations accordées aux principes de la procédure collective. Ainsi les prêts participatifs s'appuient sur l'article L313-15⁴⁷⁴ du Code monétaire et financier qui prévoit « qu'en cas (...) de liquidation judiciaire ou de redressement judiciaire par cession

470 Voir en ce sens « 2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective », p. 45.

471 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, n° 15.

472 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 21.

473 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, *op. cit.*, spéc., p. 382.

474 C. mon. fin.art. L.313-15.

de l'entreprise débitrice, les prêts participatifs ne sont remboursés qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers (...). ». On retrouve des logiques similaires pour les titres participatifs dans l'article L228-36 du code de commerce ou en matière de TSS dans l'article L228-97 du même Code. Ces textes spéciaux permettront en application de l'adage « specialia generalibus derogant » d'échapper aux règles générales de la procédure collective. Une partie de la doctrine considère que ces mécanismes donnent naissance à de « véritable privilège légaux »⁴⁷⁵ qui influenceront l'ordre des répartitions au même titre que toute autres causes légitimes de préférence.

On relèvera que cette méthode confère une grande sécurité aux créanciers tant qu'ils restent dans le périmètre du texte. Cependant ces dérogations textuelles doivent être entendues de façon stricte. Ainsi l'arrêt de Cour d'Appel de Besançon⁴⁷⁶ qui affirmait que le principe d'égalité des créanciers était inapplicable face au prêt participatif est comme nous l'avons déjà évoqué, extrêmement contestable. Dans cette hypothèse, il semble plus adapté de considérer que le principe d'égalité entre les créanciers est applicable. En effet, l'égalité entre créanciers suppose de traiter de la même façon des créanciers dans des situations identiques. Or dans cet arrêt, les créanciers ne sont pas dans une situation identique. Comme le souligne le professeur LUCAS « mieux traiter ce prêteur (le prêteur subordonné) que les autres créanciers reviendrait (...) à violer ce principe d'égalité ». Le « contre-privilège » mis en place dans le cadre des prêts participatifs n'est pas une dérogation à ce principe mais bien sa stricte application.

Il convient de noter qu'en dehors du périmètre des dérogations prévues par les textes, les formes de subordinations légales devront composer avec les grands principes de la procédure collective. En matière de subordination contractuelle et la subordination structurelle, la stratégie utilisée pour échapper aux affres de la procédure collective est différente. Ces formes de subordination exploitent les limites des grandes règles de la procédure collective pour pouvoir atteindre leurs objectifs.

161. Les financements structurés : l'utilisation des limites des procédures collectives.

Comme nous l'avons déjà évoqué, le droit des procédures collectives est, par nature, un droit d'exception. Comme tout droit dérogeant au droit commun, il a un périmètre strictement délimité. Les règles des procédures collectives ont notamment vocation à régir le patrimoine du débiteur (limite liée à l'effet réel de la procédure collective) durant les difficultés de ce

475 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 418.

476 CA Besançon, 12 février 2002, JD n° 2002-173571.

dernier (limite temporelle de la procédure collective). Les praticiens ont naturellement tenté d'exploiter au mieux ces limites pour garantir l'efficacité des financements subordonnés.

162. L'utilisation des limites liées à l'effet réel de la procédure collective dans le cadre de financements structurés assurant la mise en place d'une subordination structurelle.

La mise en place d'une subordination structurelle illustre parfaitement la logique consistant à exploiter les limites réelles de la procédure collective. En superposant de multiple « strates » d'entités *ad hoc*, on est en mesure de créer une cascade de procédures collectives dont les créanciers maîtrisent l'agencement. Ainsi le créancier junior ayant financé une holding (une hold-co) sera traitée dans la faillite de la société opérationnelle comme un actionnaire et ne sera remboursé qu'après les autres créanciers de la société qui génère les flux de financement (une op-co). Comme nous l'avons évoqué⁴⁷⁷, l'effet réel de la procédure collective est par nature limité au patrimoine du débiteur⁴⁷⁸, la superposition d'entités permet d'exploiter cette limite. Dans cette configuration, il n'est pas nécessaire de déterminer si l'égalité entre créanciers a été ou non respectée. Car le créancier de la holding n'est simplement pas positionné sur le même plan que le créancier de la société opérationnelle.

Si formellement les créanciers ne dérogent pas aux règles des procédures collectives, la fragmentation du patrimoine leur permet clairement d'aménager les grands principes des procédures collectives. Les financements structurés ne se contentent pas d'exploiter les limites réelles des procédures collectives, ils exploitent aussi les limites temporelles de ces procédures.

163. L'utilisation des limites temporelles de la procédure collective dans le cadre de financements structurés assurant la mise en place d'une subordination contractuelle. On retrouve une logique proche dans certaines formes de subordination contractuelle notamment en matière de *turnover subordination*. Dans cette configuration, le créancier junior s'engage à reverser les sommes perçues aux créanciers seniors jusqu'à ce que ces derniers soient complètement désintéressés. Ainsi la mise en place d'une *turnover subordination* n'a pas pour objectif de perturber la répartition au moment où elle est réalisée par le mandataire judiciaire. Elle se positionne en aval de cette répartition. Le mandataire distribue les dividendes de la saisie collective aux créanciers conformément aux règles traditionnelles des procédures

477 Voir en ce sens « B. L'utilisation des limites des procédures collectives », p. 48.

478 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise.

collectives. C'est seulement a posteriori et dans le cadre de leurs rapports entre créanciers *in bonis* que les fonds perçus seront réalloués conformément aux prévisions des conventions de crédits.

Comme nous venons de le voir, ces stratégies juridiques ne sont pas l'apanage des financements structurés générant une subordination. On retrouve des logiques similaires dans l'ensemble des financements structurés. Il semble possible d'isoler des stratégies communes ainsi que des objectifs communs.

Pour atteindre leurs objectifs, les financements subordonnés s'appuient soit sur des dérogations légales aux procédures collectives, soit sur des « failles » structurelles des procédures collectives. Ainsi, profitant de l'effet réel de la procédure collective et des limites que cette règle entraîne, le créancier anticipe et s'appuie sur un transfert de propriété pour échapper à la saisie des biens du débiteur. C'est la même logique qui inspire au créancier la mise en place d'une subordination. Le créancier plutôt que de s'allouer une préférence générant ce type des charges additionnelles pour le débiteur (sanctionné par la procédure collective) cherche à créer une contre-préférence chez certains créanciers améliorant ainsi indirectement son sort. La logique récurrente est une logique d'évitement des contraintes de la procédure collective. Ces stratégies constituent le principe commun permettant d'organiser l'association de ces éléments dans les financements subordonnés. A ce titre, ces stratégies constituent selon la définition du professeur MOULIN l'un des marqueurs des montages.

B. Les financements subordonnés: un montage tourné vers la procédure collective

164. **Les financements subordonnés et les éléments caractéristiques des montages.**

Comme nous l'avons vu⁴⁷⁹, les montages sont caractérisés par trois éléments clefs que nous retrouverons en matière :

- la recherche d'un effet spécifique;
- la multiplicité des outils juridiques retenus ;
- un principe commun permettant d'organiser l'association de ces éléments⁴⁸⁰ .

165. **Une modification de l'ordre des répartitions ayant pour but de moduler le risque de crédit.** En s'appuyant sur les éléments spécifiques que nous venons d'isoler en matière de financement subordonnés, on retrouve les grands marqueurs des montages. Comme cela a

479 Voir en ce sens « A. Les financements structurés: une catégorie de montage permettant de moduler le risque de crédit », p. 57.

480 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

déjà été évoqué⁴⁸¹, les financements subordonnés permettent de modifier l'ordre des répartitions. De prime abord, cet objectif semble différent de celui évoqué précédemment pour les financements altérant la saisie collective. En réalité, ces deux catégories de financements structurés interviennent à deux moments distincts de la procédure mais sont au service d'un même but : la modulation du risque de crédit.

166. Une fonction commune : la modulation du risque de crédit. Selon le professeur CROCQ, un mécanisme peut être qualifié de garantie de paiement lorsqu'il procure « des avantages spécifiques à un ou plusieurs créanciers dont la finalité est de suppléer à l'exécution régulière d'une obligation ou en prévenir l'inexécution »⁴⁸². Or cette volonté de créer un avantage au profit des créanciers seniors est à l'œuvre dans la subordination des créances⁴⁸³. On relèvera que la notion de garantie est une notion fonctionnelle. Dans ce contexte, le terme de « finalité » ne renvoie pas, comme en matière de sûreté, au but de l'institution mais comme bien à sa fonction. Pour déterminer si un mécanisme s'apparente à une garantie, il est nécessaire de déterminer la fonction de ce mécanisme.

A travers ce prisme spécifique, la mise en place d'une subordination se rapproche indiscutablement d'une garantie. Comme nous l'avons déjà évoqué, la subordination a pour conséquence inévitable l'amélioration de la situation d'un ou de plusieurs créanciers seniors. Cette idée est d'ailleurs reprise par plusieurs auteurs. Ainsi un spécialiste de la subordination affirme que la fonction de garantie est indissociable du mécanisme de la subordination⁴⁸⁴. Selon cet auteur la mise en place d'une préférence au profit des créanciers seniors est « une conséquence indirecte mais inhérente au procédé »⁴⁸⁵. La subordination de créance mérite d'être considérée comme un « mode de prévention des risques de défaillance du débiteur »⁴⁸⁶. Ainsi un auteur rappelle que la subordination permet « d'améliorer la probabilité de paiement de la créance senior »⁴⁸⁷ et que « pour un (...) senior, la subordination (...) est un moyen d'atténuer les conséquences de la défaillance de son débiteur. »⁴⁸⁸. Ce qui lui permet d'affirmer que « la subordination financière est une garantie fonctionnelle ».

481 Voir en ce sens « 1§. Le principe commun : la modification de l'ordre des répartitions », p. 101.

482 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 238.

483 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, mai 2013, n° 3, p. 84 et s.

484 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 315.

485 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, *op. cit.*, spéc., p. 336.

486 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, *op. cit.*, spéc., p. 14.

487 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 233 et s.

488 M. Bali, *La subordination financière*, *op. cit.*, spéc., p. 141.

Comme nous le verrons lors de la confrontation entre la notion de subordination et celle de sûreté, la notion de garantie ne suffit pas, à elle seule, à décrire le mécanisme de la subordination. La fonction de garantie de la subordination n'est qu'une facette du mécanisme. La subordination est aussi un déclassement des créanciers juniors. En considérant que la subordination est un outil de modulation du risque de crédit, on appréhende à la fois la logique de garantie offerte aux créanciers seniors et celle de déclassement du créancier junior. On retrouve une logique proche de celle des financements structurés « servant à isoler le créancier de la procédure collective », les financements subordonnés permettent à la fois de réduire le risque de crédit pour les seniors (sans avoir recours à la notion de préférence utilisée en matière de sûreté traditionnelle) et d'accroître ce risque pour les juniors. Un trait commun à l'ensemble des financements structurés semble donc s'affirmer. Il s'agit d'instruments dont l'objectif est de permettre de moduler le risque de crédit des créanciers (en dehors des figures classiques notamment appréhendées par le droit des sûretés).

167. La combinaison de différents outils juridiques retenue en matière de financement subordonnée. Comme le souligne un auteur « si la notion de montage implique effectivement la combinaison d'une pluralité d'actes et/ou de stipulations, tout montage ne s'exprime pas pour autant nécessairement sous la forme d'une multitude d'actes, d'un complexe d'actes »⁴⁸⁹. Pour caractériser cette logique combinatoire, il suffit d'ajouter au rapport de créance classique une stipulation spécifique sous réserve que celle-ci change la dynamique intrinsèque de cette créance. Le professeur MOULIN considère d'ailleurs qu'une telle combinaison existe lorsque qu'on émet « des titres de créances qui, par la combinaison de divers actes et dispositions, tels que des engagements de subordination ou de cession d'antériorité vont permettre, précisément, de subordonner la rémunération des prêteurs voire le remboursement de leurs fonds. »⁴⁹⁰. Les financements subordonnés semblent donc répondre à la fois à l'exigence de la recherche d'un effet spécifique et à celle d'une combinaison d'outils juridiques. Par ailleurs comme nous l'avons vu précédemment, les stratégies des financements subordonnés constituent le principe commun permettant d'organiser l'association de ces éléments⁴⁹¹. Les financements subordonnés, comme les autres catégories de financements structurés, peuvent donc être assimilés à des montages.

489 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

490 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », art. préc., p. 50 et s.

491 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », art. préc., p. 50 et s.

Les financements subordonnés modifient le risque de crédit en perturbant l'ordre des répartitions issues des procédures collectives. Cette finalité recoupe par certains aspects celle des sûretés. Il semble pourtant que les financements subordonnés s'appuient sur une méthodologie propre, distincte de celle des mécanismes classiques du droit des sûretés ou de ceux du droit des obligations.

2§. Les financements structurés générant une subordination : une figure juridique originale

168. **La qualification des financements subordonnés.** Avec l'essor du phénomène de subordination, la qualification du mécanisme a commencé à faire l'objet de controverses. La doctrine a tenté de rapprocher la subordination de certains grands mécanismes du droit des obligations (A). Face à l'inadéquation de qualifications issues du droit des obligations, certains auteurs ont tenté de s'appuyer sur des dispositifs du droit des sûretés traditionnelles pour qualifier la subordination. Cette tentative n'a pas permis d'isoler un mécanisme offrant une correspondance parfaite avec les financements structurés assurant la subordination (B).

A. L'inadéquation des qualifications issues du droit des obligations

169. **La qualification de la subordination contractuelle au regard du droit des obligations.** Selon l'analyse du professeur COURET⁴⁹² la subordination contractuelle des dettes ne pouvaient procéder que deux types de disposition :

- Une cession d'antériorité doublée d'une clause de *claw back*. La cession d'antériorité ne possédant qu'un effet *inter partes*, l'engagement d'antériorité seul serait, selon l'auteur trop fragile, le paiement réalisé par le débiteur à un créancier junior en violation des droits du senior devant être considéré comme valable. Dans cette configuration la clause de *claw back* permet de contraindre le débiteur junior à rétrocéder les fonds indûment perçus.
- Une cession d'antériorité doublée d'un engagement du créancier junior de ne pas recevoir de paiement avant le complet désintéressement du ou des créanciers seniors. A nouveau, on retrouve une configuration proche de celle de la *contractual subordination* anglo-saxonne.

492 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 144.

Dans cette configuration, certains auteurs⁴⁹³ ont considéré que l'on pouvait rapprocher la subordination d'une forme de stipulation pour autrui. Le créancier junior (le promettant) s'engageant envers la société (le stipulant) à ne pas être payé avant les créanciers seniors (le ou les bénéficiaires). Ce parallèle présente néanmoins certaines faiblesses.

170. La subordination contractuelle : les insuffisances de la qualification de stipulation pour autrui. On relèvera que l'assimilation de la subordination proposée par une partie de la doctrine présente certaines limites.

En premier lieu, comme le souligne un auteur⁴⁹⁴ la stipulation révèle sa faiblesse à chaque fois que « l'ensemble des intéressés est partie à la convention de subordination ». En effet lorsque l'ensemble des intéressés est partie à l'accord, il n'est plus utile de recourir à la stipulation pour autrui dont le but est de créer des droits au profit des tiers. Or cette configuration est souvent celle retenue en pratique. Car en matière de stipulation pour autrui, en vertu de l'article 1121 du Code civil, le promettant a la faculté de révoquer sa stipulation⁴⁹⁵ tant que cette dernière n'a pas été acceptée par le ou les bénéficiaires. Comme le relève un auteur « si la doctrine paraît séduite par l'idée de nommer stipulation pour autrui, la subordination, elle remarque que le principal défaut de l'institution est sa révocabilité par le promettant »⁴⁹⁶. Cette problématique contraint les praticiens à obtenir le consentement des bénéficiaires le plus en amont possible, voir le plus souvent *ab initio* soit à la signature du contrat.

A l'inverse, même lorsque l'ensemble des bénéficiaires n'est pas partie à l'accord, notamment les bénéficiaires, la stipulation pour autrui se révélerait souvent inadaptée. En effet, comme le souligne l'article 1121 du Code civil, les stipulants (les créanciers juniors) auraient la possibilité de révoquer l'accord jusqu'à l'acceptation des bénéficiaires (les créanciers seniors). Or en cas de recours à la subordination générale, il semble difficilement envisageable d'obtenir l'acceptation de l'ensemble des bénéficiaires au regard du nombre des bénéficiaires potentiels et du caractère indéterminé au moment de la signature de l'accord de certains d'entre eux.

493 Voir sur le rapprochement entre subordination et stipulation pour autrui, A. Couret, « Les financements mezzanine », art. préc., p. 144, Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 155.

494 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n° 141, p. 21.

495 Voir sur cette faculté de rétractation du promettant l'analyse traditionnelle de la jurisprudence qui affirme « la stipulation pour autrui (...) confère immédiatement un droit au tiers (...) ce droit peut être révoqué par le stipulant, mais il devient irrévocable du jour où le tiers a déclaré vouloir en profiter », Cass. Civ. 8 février 1888, DP 1888, n° 1, p. 77 et 193.

496 L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 240.

Enfin, le problème majeur de l'assimilation de la subordination à une stipulation pour autrui est qu'elle ne permet pas de sanctionner le paiement effectué en violation de cette convention. Le paiement effectué par le débiteur à un créancier junior serait libératoire et ne pourrait faire l'objet d'une action en répétition de l'indu⁴⁹⁷. Cet inconvénient est connu des praticiens, qui tentent souvent de pallier à cette faiblesse supposée de la subordination en la doublant d'une clause de *turnover*. Le professeur WOOD considère qu'il est possible de classer les différents types d'accords de subordination en deux catégories⁴⁹⁸ :

- les *turnovers agreements* (littéralement accord de rétrocession) dans lesquels le créancier junior s'engage à collecter et à conserver les fonds qui lui seraient versés dans le cadre d'une procédure collective. Le créancier s'engage par la suite à rétrocéder ces fonds aux créanciers seniors jusqu'à leurs désintéressement complet.
- les *contractual subordination agreements* est un accord entre le créancier junior et le débiteur. Le créancier senior peut être ou non partie à l'accord. Dans cet accord, le créancier junior s'engage à n'accepter d'être payé qu'après désintéressement complet du créancier senior.

L'ensemble des inconvénients liés à la qualification de stipulation pour autrui pour la subordination incite une partie de la doctrine à se montrer réservée sur cette qualification. Comme le souligne un auteur « la technique de la stipulation pour autrui, si couramment invoquée pour expliquer le mécanisme de la subordination, révèle son inadéquation »⁴⁹⁹. Cette fragilité de la qualification de stipulation pour autrui a amené certains auteurs à proposer des qualifications alternatives. Un praticien relève qu'« il a été estimé que la subordination surtout générale, pouvait représenter une remise de dette du créancier, soumise à la condition suspensive que les autres créanciers ne soient pas payés par le débiteur »⁵⁰⁰. Certains ont notamment tenté de rapprocher la subordination d'une forme de remise de dette sous condition suspensive.

171. La subordination contractuelle: les insuffisances de la qualification de remise conditionnelle. Comme le rappelle un auteur⁵⁰¹ « la remise de dette en tant que telle n'est pas applicable à l'engagement de subordination, car le créancier junior ne renonce pas à être désintéressé quelles que soient les circonstances ». Cette remise de dette ne serait que

497 C. civ. art. 1186.

498 P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 179.

499 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », *Banque et Droit*, 2012, n°141, p. 21; M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, 2012, p. 155 et s.

500 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *Mélanges J. Derruppé*, Joly, 1991, p. 241.

501 M. Bali, *La subordination financière*, *op. cit.*, spéc., p. 157 et s.

conditionnelle. Cependant, à nouveau, cette qualification semble difficilement conciliable avec la figure classique de la subordination de créance. En effet, le créancier junior n'est pas privé de sa dette par l'absence de paiement du créancier senior. En cas de procédure collective du débiteur, l'inadéquation de cette qualification est particulièrement visible. En effet, dans certaines configurations⁵⁰², on demandera aux créanciers juniors de déclarer les sommes qui leur sont dues par le débiteur à la procédure. Le dividende perçu au cours de la procédure devant être rétrocédé aux seniors. La prétention du créancier junior n'aurait aucun fondement si une remise de dette avait eu lieu⁵⁰³. La substance de la dette junior n'est jamais remise en cause dans le cadre de la mise en place d'une subordination. La subordination affecte l'exigibilité de la créance plus que son principe. La qualification de remise conditionnelle semble donc devoir être écartée.

Force est de constater qu'une forte insécurité juridique existe autour des clauses de subordination conventionnelle. Ces clauses sont d'autant plus exposées aux potentielles contestations des tiers des tribunaux en cas de procédure collective qu'elles ne sont pas clairement rattachées à un mécanisme classique du droit des obligations. Certains spécialistes⁵⁰⁴ proposent d'analyser ce type de convention comme une sûreté pour autrui. Si cette analyse semble plus adaptée, les financements structurés générant une subordination ne semblent pas répondre pleinement à la définition de sûreté traditionnelle.

B. L'inadéquation de la qualification de sûretés traditionnelles

172. **La qualification de la subordination au regard du droit des sûretés.** L'assimilation de la subordination à une sûreté est tentante. On relèvera d'ailleurs que la jurisprudence semble favorable à ce rapprochement. Dans un arrêt du 18 novembre 1896, la Cour de cassation affirme que « l'engagement pris par une personne de ne prendre part à aucune répartition des deniers appartenant à un de ses débiteurs avant qu'une créance déterminée ait été payée constitue par sa nature, et sauf stipulation contraire, une sûreté attachée à cette créance ».

Cette affirmation nous semble cependant discutable au regard de la notion traditionnelle de sûreté. Comme nous l'avons déjà évoqué⁵⁰⁵, l'analyse du professeur

502 Notamment dans le cas de la *turnover* subordination.

503 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », *Banque et Droit*, 2012, n°141, p. 21.

504 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 393, G. Ansaloni « retour sur la subordination des créances », *Banque et Droit*, 2012, n° 141, p. 26.

505 Voir en ce sens « A. Le rejet des critères traditionnels des sûretés », p. 64.

CROCQ⁵⁰⁶ définit la sûreté traditionnelle au regard de trois critères : l'effet (satisfaire le créancier, sans l'enrichir, notamment par le paiement de la dette par la personne tenue pour un autre), la finalité (améliorer la situation juridique du créancier en remédiant aux insuffisances de son droit de gage général) et la technique utilisée (la technique de l'accessoire). Nous tenterons donc de rechercher ces éléments caractéristiques dans le cadre de la mise en place d'une subordination.

173. **L'effet de la subordination : un effet similaire à celui d'une sûreté.** Pour tenter de qualifier la subordination de sûreté, nous tenterons dans un premier temps de rapprocher l'effet de la subordination, de celui d'une sûreté⁵⁰⁷.

Sur le premier aspect, celui consistant à « satisfaire un créancier (...), soit par le paiement de la dette par la personne tenue pour un autre, soit par la vente d'un bien au profit du créancier ». Il semble que la subordination ait un effet proche de celui d'une sûreté. La mise en place d'une subordination permet d'assurer la satisfaction du créancier.

Cette satisfaction peut être directe dans le cas d'une clause de *turnover subordination*, ou indirecte dans le cas d'une clause de *contractual subordination*. Comme nous l'avons déjà évoqué, lorsque le créancier junior perçoit des fonds avant que la part senior de la dette n'ait été honorée, le créancier junior doit rétrocéder les fonds perçus au senior. Lorsque ce type de subordination est mise en place, le créancier junior est donc chargé d'assurer directement la satisfaction du créancier senior. De même, lorsqu'une clause de subordination de type *contractual subordination* est mise en place, le créancier junior s'interdit d'être payé avant le règlement de la créance senior, ce qui renforce la position du créancier senior.

On relèvera l'originalité de la méthode retenue pour satisfaire le créancier senior. Dans les deux cas, comme le souligne un auteur⁵⁰⁸, le désintéressement est limité au montant de la créance du créancier junior. Il semble donc difficile de considérer que la satisfaction est assurée par le paiement de la dette d'une personne tenue pour un autre lors d'une subordination. Dans les deux configurations (celle où le junior rétrocède les fonds perçus et celle où il refuse d'être payé), le créancier junior ne peut pas être exposé au-delà de la valeur de sa créance.

506 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 234.

507 « de satisfaire un créancier sans l'enrichir, soit par le paiement de la dette par la personne tenue pour un autre, soit par la vente d'un bien au profit du créancier », P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 234.

508A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 402.

Par ailleurs, si l'assiette de la garantie offerte par le junior est la créance junior, ce n'est pas par la vente de cette créance qu'il procédera à la satisfaction du créancier senior. Comme nous l'avons déjà évoqué⁵⁰⁹, le principe de la créance junior n'est jamais remis en cause par la subordination. Le créancier junior accepte simplement un report de l'exigibilité de cette créance. Cette méthode de satisfaction du créancier présente donc une véritable originalité au regard des sûretés traditionnelles.

Sur le second aspect en revanche, celui de l'absence d'enrichissement, la subordination ne se distingue pas des sûretés traditionnelles. On pourra utilement s'appuyer sur l'analyse proposée par un praticien qui affirme que « la créance subordonnée est affectée au paiement de la créance prioritaire et conformément au principe des sûretés voulant que celles-ci ne soient pas constitutives d'un enrichissement du créancier, l'excédent de la créance subordonnée après désintéressement complet du créancier prioritaire est conservé par le premier ou lui est restitué »⁵¹⁰. Il semble donc que la subordination conserve un effet proche de celui d'une sûreté, tout en s'appuyant sur une méthode originale. Outre cette originalité méthodologique, il semble que la finalité de la subordination diffère de celle des sûretés classiques.

174. La finalité de la subordination : une finalité directe distincte de celle d'une sûreté. La finalité d'une sûreté est « d'améliorer la situation juridique du créancier en remédiant aux insuffisances de son droit de gage général ». Il semble difficile de considérer qu'il s'agit de la finalité directe de la subordination.

Une première objection à cette affirmation consisterait à considérer la subordination uniquement comme une forme de contre-préférence au détriment du créancier junior. Cette acception nous semble une vision incomplète de la subordination. Comme nous l'avons précédemment évoqué⁵¹¹, la subordination a pour conséquence, outre la fragilisation de la position du junior, de renforcer celle du créancier senior. Au regard du senior, la mise en place d'une subordination constitue clairement une amélioration de sa condition de créancier.

La subordination est un jeu à somme nulle pour le débiteur, la réduction des droits d'un créancier entraîne mécaniquement un accroissement des droits d'un ou plusieurs autres créanciers. Par ailleurs, le fait que cette amélioration ne soit pas l'unique finalité de la subordination, ne constitue selon nous pas un obstacle à la qualification de sûreté. En effet,

509 Voir en ce sens « B. L'inadéquation de la qualification de sûretés traditionnelles », p. 130.

510 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 26.

511 Voir en ce sens « A. La subordination des créances : la création d'un créancier junior et d'un senior », p. 102.

dans la majorité des mécanismes du droit des sûretés personnelles, la sûreté a pour finalité de garantir un créancier tout en exposant un tiers à un risque. L'existence de ce risque additionnel pour le tiers n'entraîne pas une exclusion de ces mécanismes du champ des sûretés. Ainsi, personne n'envisagerait d'exclure le cautionnement du champ des sûretés, en s'appuyant sur l'argument du risque additionnel encouru par celui qui se porte caution.

Si la sûreté doit avoir pour finalité « d'améliorer la situation du créancier », il ne semble pas obligatoire que ce soit sa seule finalité. Si ce premier argument ne nous semble pas pertinent, il nous semble en revanche plus difficile d'écarter un second argument, celui « d'une confusion entre cause et conséquence » de la subordination⁵¹².

Comme que le souligne un auteur « lorsque l'on parle de droit de préférence en matière de sûreté réelle, c'est toujours du point de vue du bénéficiaire de la sûreté. Or, pour assimiler la préférence et le déclassement, on se met à la place du constituant ». Pour affirmer que la finalité de la subordination est la mise en place d'une préférence, il est nécessaire d'opérer un changement de perspective difficilement justifiable d'un point de vue théorique. Bien qu'indirectement la subordination aboutisse à la mise en place d'une protection pour le créancier sénior, il s'agit d'une conséquence de la subordination plus que de sa finalité première.

Comme le souligne le professeur JUILLET « ce n'est qu'indirectement que les autres créanciers bénéficient d'un effet de garantie »⁵¹³. Cette idée est reprise par un autre auteur qui considère que « le créancier senior ne tire son droit que du retrait du créancier junior. En cela, il y a création d'un simple avantage, mais pas constitution d'un droit de préférence »⁵¹⁴. La finalité première de la subordination semble donc distincte de celle des sûretés traditionnelles. On relèvera enfin que, si la finalité indirecte de la subordination est la même que celle d'une sûreté, elle ne s'appuie pas toujours sur les techniques classiques des sûretés traditionnelles.

175. Le caractère accessoire de la subordination. Comme le souligne le professeur JUILLET, pour pouvoir affirmer le caractère accessoire d'un droit, il est nécessaire de pouvoir dissocier ce droit du droit principal⁵¹⁵. Ce critère avait déjà été évoqué par le professeur CROCQ qui affirmait que pour qualifier une convention d'accessoire elle devait

512 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.178 et s.

513 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. de C. Larroumet, éd. Defrénois, p. 20.

514 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 182.

515 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, *op. cit.*, spéc., p. 17.

« être distincte du contrat de financement qu'elle garantit »⁵¹⁶. Il est donc nécessaire de déterminer si la mise en place d'une subordination ajoute un droit détachable du droit de gage général.

La question de savoir si la mise en place d'une subordination constitue l'ajout d'un droit à la créance est discutée en doctrine. Ainsi un auteur considère « qu'en acceptant que la créance passe en dernier rang, le promettant ajoute à sa créance une clause accessoire »⁵¹⁷. En sens inverse, un autre auteur soutient qu'« il est permis de douter de la pertinence de la subordination comme accessoire (...) dès lors qu'un accessoire, par sa nature s'ajoute à la créance »⁵¹⁸.

Afin de trancher ce débat, le professeur JUILLET propose de distinguer deux configurations distinctes : la subordination générale et la subordination particulière⁵¹⁹. Dans le premier cas, celui de la subordination générale, la mise en place de la subordination influence le rang de la créance, il n'y a donc pas d'adjonction de droit nouveau mais simplement une modification du droit de créance. On ne pourra donc pas parler d'accessoire dans cette configuration.

A l'inverse, en matière de subordination particulière, le rang de la créance n'est pas modifié. Seuls le ou les créanciers bénéficiant de la subordination peuvent demander à être réglés en priorité par rapport au créancier junior. Une fois les créances seniors réglées, la créance junior sera traitée comme les autres (notamment dans le cadre du concours avec les autres créanciers). La mise en place d'une subordination particulière n'entraîne donc pas un changement de nature pour la créance junior. La subordination particulière résulte d'une obligation spécifique distincte du droit de gage général. Elle peut donc être considérée comme un accessoire de la créance. Il semble donc que seules certaines formes de subordination s'appuient sur la technique de l'accessoire.

Il semble que malgré certaines similarités, il soit difficile de réduire la subordination à une sûreté traditionnelle ou à une institution connue du droit des obligations. Cette difficulté à qualifier la subordination est liée à la nature de la subordination. Le financement subordonné s'appuie sur des montages pour tenter de modifier l'ordre des répartitions issu de la procédure collective. On peut s'interroger sur la compatibilité de ce type de financement avec les fondements des procédures collectives.

516 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 248.

517 E. Müller, « Les financements mezzanine », *Banque et Droit*, 1991, n° 18, p. 154.

518 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », *Banque et Droit*, 2012, n° 141, p. 20.

519 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. de C. Larroumet, éd. Defrénois, p. 20 et s.

Chapitre 2

L'influence des financements subordonnés sur les fondements des procédures collectives

176. **Les financements subordonnés face aux grands principes des procédures collectives.** La confrontation des financements structurés générant une subordination et des grands principes des procédures collectives amène de nombreuses questions. La première question qui se pose est, naturellement, celle du risque de remise en question de l'égalité des créanciers par la mise en place des financements subordonnés. Le déclassement opéré par la subordination semblant s'opposer frontalement à l'idée d'un traitement égalitaire entre les créanciers (Section 1). De façon plus générale, on peut se demander si les financements subordonnés ne risquent pas, dans certaines configurations, de limiter le périmètre du concours et de perturber les répartitions (section 2).

Section 1. Les financements subordonnés et l'égalité des créanciers

177. **Les financements subordonnés et l'égalité des créanciers.** Afin d'analyser l'impact des financements structurés s'appuyant sur la subordination sur l'égalité des créanciers, nous tenterons dans un premier temps de déterminer si ce principe leur est applicable malgré les spécificités des créanciers subordonnés (un niveau de risque de crédit proche de celui de l'associé et un faible niveau d'exigibilité de la créance) (1§.). Puis dans un second temps, nous étudierons la portée du principe de l'égalité des créanciers durant la procédure collective et ses éventuelles incompatibilités avec la notion de subordination (2§).

1§. L'applicabilité de l'égalité des créanciers dans le cadre des financements subordonnés

178. **L'applicabilité de l'égalité des créanciers aux créanciers subordonnés.** La nature hybride du créancier subordonné amène à s'interroger sur les règles qui lui sont applicables. Au regard de la qualité de créancier et de « quasi associé », on peut se demander si les règles applicables aux créanciers subordonnés sont celles de l'égalité des associés (A), ou celles de l'égalité des créanciers (B).

A. L'insuffisance de la condition de « quasi associé » pour appliquer l'égalité des associés

179. **L'impact de la proximité entre créancier subordonnée et actionnaire.** Au regard de la proximité entre le créancier subordonné et l'actionnaire, on pourrait être tenté d'appliquer à ces « quasi-associés » les règles spécifiques à l'égalité des associés plutôt que celles de l'égalité des créanciers.

L'égalité entre les associés constitue un pilier du droit des sociétés. Dans un arrêt rendu le 9 novembre 1981⁵²⁰, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a estimé que, pour décider de l'existence d'une société, les juges du fond devaient examiner s'il existait entre les personnes fondant le groupement une « volonté d'exploiter leur commerce sur un pied d'égalité, de partager les bénéfices et, en cas de déficit, de contribuer aux pertes ». Cet élément est d'ailleurs présenté de façon récurrente comme l'un des points permettant de caractériser l'existence de *l'affectio societatis*⁵²¹, élément constitutif d'une société selon le droit français.

520 Cass. Com., 9 novembre 1981, n°80-12477.

521 « volonté non équivoque de tous les associés de collaborer ensemble et sur un pied d'égalité à la poursuite de l'œuvre commune », Cass. com. 9 avril 1996, n° 94-12350 ; « les associés collaborent de façon effective à

Comme nous l'avons déjà évoqué, la proximité entre la situation d'un créancier fortement subordonné et celle d'un associé est si forte, qu'il est tentant de développer une analyse par analogie entre les deux statuts, la jurisprudence a d'ailleurs parfois franchi le Rubicon. La Cour d'appel de Besançon s'était d'ailleurs partiellement engagée dans cette voie en affirmant que « les prêts participatifs sont assimilés à des fonds propres et le principe d'égalité entre les créanciers de la procédure collective n'a pas à s'appliquer aux créanciers qui ont accordé de tels prêts. »⁵²². Ces derniers pourraient être rapprochés des bailleurs de fonds⁵²³, une forme d'actionnaire « allégée » échappant à certaines règles du droit des sociétés (notamment la prohibition des clauses léonines). Mais même en considérant que les financements subordonnés sont des fonds propres, il semble impossible d'appliquer la règle de l'égalité des associés aux créanciers subordonnés. Comme le souligne le professeur LUCAS, cet arrêt pense pouvoir affirmer « une règle générale selon laquelle les « créanciers participatifs » seraient exclus de la masse ». Nous ne pouvons qu'approuver l'analyse de cet auteur lorsqu'il affirme qu'en refusant d'appliquer la règle de l'égalité des créanciers « aux créanciers participatifs », la Cour d'appel de Besançon commet « une regrettable erreur de droit »⁵²⁴.

Comme nous l'avons déjà vu⁵²⁵, le rapprochement du statut de créancier subordonné et d'associé ne résiste pas à une analyse approfondie. Si, économiquement, le statut de créancier « hypo-chirographaire » est proche de celui d'associé, il reste juridiquement indiscutablement un créancier. La qualité de créancier rend indiscutable l'application de la règle de l'égalité des créanciers.

B. L'attraction du statut de créancier entraînant l'application de l'égalité des créanciers

180. Les enjeux pratiques de l'applicabilité de l'égalité des créanciers au créancier subordonné. La question du respect du principe d'égalité lors de la mise en place d'une subordination présente d'importants impacts pratiques lors d'une procédure collective.

l'exploitation dans un intérêt commun et sur un pied d'égalité, chacun participant aux bénéfices comme aux pertes », Cass. com. 3 juin 1986, n° 85-12118 ; « d'une volonté de collaborer d'une façon active (...) et égalitaire en vue de la réalisation en commun du but social », Cass. Com., 1 mars 1971, n° 70-10178.

522 CA de Besançon, 12 février 2002, Juris-Data n° 2002-173571.

523 Cass. Com 16 novembre 2004, n° 00-22713, note H. Le Nabasque, Rev. Sociétés, juillet 2005, n°3, p. 593 ; note C. Champaud et D. Danet, RTD com., janvier 2005, n°1, p. 111 ; F-X. Lucas, RDBF, mars 2005, n°2, p. 50 et s.

524 F-X Lucas, « Créance de remboursement d'un prêt participatif et principe d'égalité entre les créanciers antérieurs », RDBF, 2002, n° 4, p. 142.

525 Voir en ce sens « A. La subordination des créances : la création d'un créancier junior et d'un senior », p. 102.

En premier lieu, le respect de l'égalité est contrôlé dans le cas où un plan est arrêté. Ainsi l'article L.626-31 du Code de commerce prévoit que « le tribunal s'assure que les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés ». Avec ce texte, le législateur exige clairement un respect de l'intérêt de l'ensemble des créanciers. Cette exigence doit être interprétée comme interdisant de favoriser un créancier au détriment des autres. Comme le souligne le Conseiller référendaire DELMOTTE « tout favoritisme s'oppose de plein front à l'égalité des créanciers »⁵²⁶. Le respect de l'intérêt des créanciers sous-tend donc un contrôle du respect de l'égalité des créanciers. Une violation de l'égalité s'inscrit nécessairement en contradiction avec la protection de « l'intérêt de tous les créanciers ».

Par ailleurs, la réforme du 12 mars 2014 a été l'occasion pour le législateur de renforcer le caractère coercitif de l'égalité des créanciers durant la phase liquidative. En effet, l'article L. 643-7-1 du Code de commerce prévoit que « le créancier qui a reçu un paiement en violation de la règle de l'égalité des créanciers chirographaires ou par suite d'une erreur sur l'ordre des privilèges doit restituer les sommes ainsi versées ». On relèvera que le législateur reprend une règle déjà reconnue en jurisprudence. Dans un arrêt en date du 17 novembre 1992, la Chambre Commerciale énonçait qu'un créancier, admis à titre chirographaire, ne pouvait conserver les sommes qui lui avaient été payées en violation de la règle de l'égalité des créanciers chirographaires. On relèvera que la tournure actuelle du texte pourrait être interprétée comme excluant de son périmètre d'application les créanciers subordonnés. En effet, le texte évoque « l'égalité des créanciers chirographaires ». Si l'on considère le créancier subordonné comme hypo-chirographaire, celui-ci pourrait ne pas être affecté. Ce raisonnement par analogie entre le créancier hypo-chirographaire et le créancier privilégié est discutable. La subordination crée indirectement une préférence en faveur du créancier senior. Comme nous l'avons évoqué, cette préférence ne décrit néanmoins qu'une partie du mécanisme de la subordination. La subordination est à la fois l'instrument de la mise en place d'une préférence pour le senior et d'un déclassement pour le junior. L'applicabilité de la règle sur la répétition de l'indu pourrait être discutée.

Au regard des enjeux du respect de l'égalité, il semble important de déterminer si le caractère hypo-chirographaire des créanciers subordonnés n'amène pas à exclure ces derniers du champ d'application de l'égalité des créanciers.

526 P. Delmotte, «L'égalité des créanciers dans les procédures collectives», 2003, rapport de la Cour de Cass.

181. Les éléments déterminants d'applicabilité de la règle de l'égalité des créanciers.

Le premier élément déterminant pour envisager d'appliquer l'égalité des créanciers, est d'être en présence d'un créancier. Comme nous l'avons déjà évoqué⁵²⁷, le statut de créancier subordonné, contrairement à celui de créancier-propriétaire, implique une prédominance de la qualité de créancier.

Ce premier point étant posé, on s'interrogera sur l'influence du caractère hypo-chirographaire sur l'application de l'égalité des créanciers. Comme l'explique un conseiller référendaire à la Cour de cassation « selon que vous serez créancier privilégié ou simple chirographaire, la Chambre commerciale vous fera un sort différent au regard (...) de l'égalité des créanciers »⁵²⁸. Si ce propos est tenu sur les questions de répétition de l'indu, on peut affirmer de façon plus générale que le principe d'égalité a une intensité différente selon que l'on soit face à un créancier chirographaire ou face à un créancier privilégié. On pourrait donc légitimement considérer que le créancier hypo-chirographaire échappe au principe d'égalité. Cette affirmation nous semblerait cependant devoir être nuancée. En effet, l'affaiblissement du principe d'égalité aux profits des créanciers privilégiés s'explique par la dérogation faite à ce principe lié « aux causes légitimes de préférence »⁵²⁹. Cet affaiblissement n'est donc rendu possible que par une dérogation textuelle qui n'est pas directement applicable aux créanciers hypo-chirographaires. Comme nous l'avons déjà évoqué, ce n'est qu'indirectement que la subordination aboutit à la mise en place d'une préférence⁵³⁰. Il existe donc deux analyses possibles :

- Une partie de la doctrine considère les clauses de subordination comme des « cause légitime de non préférence »⁵³¹. Cette analyse se focalise sur le déclassement du créancier junior. On pourrait considérer, en vertu de l'adage *exceptio est strictissimae interpretationis*, qu'il n'est pas possible d'assimiler la subordination à une cause légitime de préférence. Les créanciers hypo-chirographaires seraient alors considérés comme des créanciers soumis à l'égalité entre chirographaires ;
- on pourrait à l'inverse considérer que la subordination du junior implique nécessairement une préférence en faveur d'un créancier senior. La mise en place d'une subordination aboutit toujours indirectement à générer une préférence. Elle serait donc assimilable à une cause légitime de préférence. . Les créanciers hypo-chirographaires

527 Voir en ce sens « Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier «quasi associé»», p. 108.

528 P. Delmotte, «L'égalité des créanciers dans les procédures collectives», 2003, rapport de la Cour de Cass.

529 Le siège textuel du principe d'égalité et celui de sa principale exception (les causes légitimes de préférence) sont le même (C. civ. art. 2285).

530 Voir en ce sens « B. L'inadéquation de la qualification de sûretés traditionnelles », p. 130.

531 E. Müller, « Les financements mezzanine », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 154.

seraient alors considérés comme des créanciers soumis aux règles de l'égalité entre privilégiés et chirographaires. Les règles applicables dans cette configuration étant moins nombreux (ex : la répétition de l'indu n'est pas envisageable).

La mise en place du déclassement du junior étant indissociable de celle d'une préférence pour le créancier senior, cette seconde interprétation semble la plus probable. Il convient de s'interroger sur la portée éventuelle du principe d'égalité face à la mise en place d'une subordination de la créance.

182. **L'influence de l'égalité des créanciers sur le créancier subordonné.** La mise en place d'une subordination devra donc se faire dans le respect de l'égalité des créanciers. Or, certains auteurs considèrent la subordination comme intrinsèquement liée à une rupture d'égalité. Ainsi pour un auteur « il s'agit (...) de la caractéristique de la subordination conventionnelle dont l'existence tient à la volonté de créer cette rupture d'égalité entre les créanciers »⁵³². Cette contradiction apparente entre la subordination et le principe d'égalité est reprise par certains praticiens. Ce point a amené un praticien à se demander « si le respect de ces conventions de subordination s'impose au tribunal dans le cadre du plan de sauvegarde. (...) ». Selon cet auteur, « le principe du traitement égalitaire des créanciers semble exclure tout rang entre ces derniers dans le cadre du remboursement de leur créance au titre du plan de sauvegarde. En d'autres termes, ce principe devrait amener le tribunal à ignorer les conventions de subordination »⁵³³.

Pour pouvoir évaluer la compatibilité entre les deux notions, il nous semble cependant nécessaire de clarifier la définition de la notion d'égalité des créanciers et de la confronter aux différentes formes de financements structurés assurant une subordination.

2§. La compatibilité de la subordination et du principe de l'égalité des créanciers

183. **La compatibilité des financements subordonnés et le principe d'égalité.** La question de la compatibilité de la subordination et du principe d'égalité amène à s'interroger sur la nature de ce dernier. Il existe deux acceptions possibles de la notion d'égalité des créanciers. La première est de considérer que tous les créanciers doivent subir un sacrifice identique lors de la procédure collective. Cette vision du principe d'égalité ne semble

532A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 332.

533 C. Théron, « la loi de sauvegarde à l'épreuve des hedge funds et de leur ingénierie financière », *Déc. Strat. Fin. Dr.*, 2008, n°99, p.53.

cependant pas être l'analyse dominante en droit français. Le principe d'égalité semble devoir s'entendre de façon dynamique (A). Il devient ainsi possible d'envisager de traiter différemment des créanciers, si cette distinction s'appuie sur des différences objectives de situation. Contrairement à la vision « statique » de l'égalité, cette vision « dynamique » de l'égalité des créanciers semble conciliable avec la notion de subordination (B).

A. Le nature du principe d'égalité des créanciers

184. **La force du principe d'égalité des créanciers en procédure collective.** Le principe d'égalité des créanciers est, selon le professeur POLLAUD-DULLIAN, « un classique du droit des procédures collectives (...) un peu comme l'âme du violon »⁵³⁴. Le respect de cette égalité constitue le fondement théorique de nombreux mécanismes propres aux procédures collectives. Ainsi, les nullités de la période suspecte permettent de remettre en cause une préférence prise par un créancier de façon induue. De même, l'arrêt des poursuites a pour objectif d'éviter de créer une préférence de fait pour le créancier le plus rapide.

Il est possible d'envisager l'égalité des créanciers de deux façons distinctes. La première lecture possible de la notion d'égalité des créanciers consisterait à considérer cette notion comme « statique ». Comme nous allons le voir, cette vision cantonnerait les créanciers dans le carcan d'une égalité absolue et serait clairement incompatible avec la mise en place d'une subordination.

185. **Le rejet du principe statique d'égalité des créanciers et subordination.** Certains auteurs proposent de retenir une forme d'égalité absolue entre les créanciers⁵³⁵. Cette égalité que nous qualifierons de « statique » ne saurait pas être interprétée comme impliquant un partage à parts viriles. Chaque créancier n'aurait pas une part égale à celle des autres, mais aurait une part proportionnellement équivalente à celle des autres. L'égalité statique consisterait simplement à considérer que l'ensemble des créanciers admis à participer aux répartitions devrait être traité *pari passu*. L'argument qui soutient cette acception est celui de l'inefficience des sûretés. En effet, le législateur en multipliant les sûretés et privilèges, n'a en réalité, créé qu'une illusion de sécurité. Comme le soulignent les partisans de cette idée, il est possible de considérer de façon caricaturale que si l'ensemble des créanciers bénéficie d'un rang privilégié, ils se retrouvent à nouveau au même rang. Chaque élément d'actif accaparé

534 F. Pollaud-Dullian, « Le principe d'égalité dans les procédures collectives », JCP G, 1998, n°23, p. 969 et s.
535 F. Gillet, « Le crédit de l'entreprise et la sécurité de ses bailleurs de fonds », Banque, 1973, n°1083, p.1086 et s.

par un créancier privilégié est retiré à la communauté des créanciers. Dans ce cas, toute mise en place d'une hiérarchie serait une atteinte à l'égalité. Dans cette configuration « la préférence est (...) une privation forcée du droit à l'égalité »⁵³⁶. La subordination financière devrait alors être analysée comme une suppression du droit à l'égalité entre les créanciers lors du concours sur les actifs du débiteur. En s'appuyant sur cette logique dans le cadre de la mise en place d'une subordination particulière, le créancier junior ne bénéficierait de l'égalité qu'envers les créanciers qui ne sont pas parties à l'accord de subordination. Seule la relation entre le créancier junior et les créanciers seniors serait alors affectée par une rupture d'égalité. La situation du créancier acceptant une subordination générale serait encore plus mauvaise car ce dernier renoncerait purement et simplement à tout droit à un traitement égalitaire.

186. La primauté de l'acceptation dynamique de l'égalité des créanciers. Cette acception de l'égalité reste cependant minoritaire. En effet, la répartition au sein des procédures collectives a été contrainte de prendre en compte de multiples intérêts particuliers. Certains auteurs rappellent que « l'égalité des créanciers antérieurs face à la discipline collective n'a jamais été absolue. (...) créances salariales, des créances alimentaires, (...) créances connexes (...). Ces dérogations au principe d'égalité servent l'intérêt particulier des créanciers considérés au détriment du redressement de l'entreprise et des autres créanciers »⁵³⁷. Car, comme le souligne le professeur LUCAS, « l'égalité peut être la pire des violences lorsqu'elle s'exerce à l'égard de sujets qui se trouvent dans des situations différentes »⁵³⁸ et l'égalité statique ne permettrait pas de tenir compte des différences de statut entre les différents créanciers. En traitant de la même façon le créancier « bardé de sûretés ou nu comme un ver », cette vision aboutit « à rendre égaux des protagonistes qui ne le sont pas par nature »⁵³⁹. La doctrine s'accorde à dire que le principe d'égalité ne signifie donc pas « l'égalité de fait »⁵⁴⁰. On relèvera d'ailleurs que le Conseil Constitutionnel a clairement affirmé que cette acception « statique » de l'égalité des créanciers n'était pas pertinente au regard du droit français de l'insolvabilité. Ainsi dans une décision du 22 juillet 2005⁵⁴¹, le Conseil Constitutionnel a affirmé que « le principe d'égalité ne s'oppose ni à ce que le

536 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 181.

537 M. Sénéchal et G. Couturier, « Créanciers antérieurs: l'égalité a-t-elle vécu ? », BJE, 2012, n° 5, p. 328 et s.

538 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

539 N. Ghalimi, « Le traitement différencié des créanciers dans les plans de sauvegarde et de redressement », LPA, 2014, n° 253, p. 4 et s.

540 C. Leguevaques, « L'égalité des créanciers dans les procédures collectives : flux et reflux », GP., 2002, n° 218, p. 6.

541 Cons. const. 22 juillet 2005, n° 05-522 DC

législateur règle de façon différente des situations différentes, ni à ce qu'il déroge à l'égalité pour des raisons d'intérêt général pourvu que, dans l'un et l'autre cas, la différence de traitement qui en résulte soit en rapport direct avec l'objet de la loi qui l'établit. ». Cette acception dynamique de l'égalité est d'ailleurs érigée en modèle dans le cadre du commerce international. Ainsi la CNUDCI réserve « l'égalité de traitement des créanciers » aux créanciers « se trouvant dans la même situation »⁵⁴². Le droit français reconnaît une acception « dynamique » de l'égalité. Cette acception de l'égalité consiste à considérer que « l'égalité ne s'oppose pas à ce que l'on traite de façon différente des situations différentes, de sorte que l'égalité de traitement ne joue qu'au bénéfice de créanciers qui se trouvent dans une situation identique ». Le siège textuel de l'égalité des créanciers, l'article 2285 du Code civil prévoit lui-même un tempérament au principe de la répartition égalitaire : « les causes légitimes de préférence ». Cette acception dynamique de l'égalité permet d'accepter « la diversité et le fractionnement »⁵⁴³. Cette égalité est caractérisée par le fait « qu'elle ne recherche pas une égalité mathématique entre les créanciers, mais une discipline collective qui laisse subsister des inégalités de traitement »⁵⁴⁴. Le respect du principe d'égalité interdirait ainsi le traitement égalitaire des créanciers ayant des situations différentes au regard du rang de leurs créances⁵⁴⁵. L'acception dynamique de l'égalité permet de considérer que l'adoption de solutions identiques (délais uniformes, remises de dettes proportionnelles au montant des créances...) ne tenant pas compte d'éventuelles subordinations, est une source d'inégalités. Suivant cette logique, certains auteurs considèrent que traiter de la même façon un créancier chirographaire et un TSS ayant exprimé sa volonté d'assumer un risque de crédit plus important constitue une atteinte à l'égalité. A l'inverse, comme le souligne un auteur, la reconnaissance de la subordination tendrait à renforcer l'égalité entre les créanciers. Pour cet auteur, « l'évolution des textes (l'article L. 626-30-2 du Code de commerce) traduit bien le renforcement du principe d'égalité entre créanciers placés dans la même situation pour le traitement de leurs créances. »⁵⁴⁶. Le droit français consacrant une vision dynamique de l'égalité, il convient d'étudier la compatibilité des financements subordonnés à travers ce prisme.

542 Groupe de travail sur le Droit de l'insolvabilité, *Guide législatif de la CNUDCI sur le droit de l'insolvabilité 2005*, 25 juin 2004, p.282.

543 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.182.

544 R. Nemedeu, « Le principe d'égalité des créanciers : vers une double mutation conceptuelle (Etude à la lumière du droit français et Ohada des entreprises en difficulté) », *RTD Com.*, 2008, n°2, p. 248.

545 B. Grelon, « La consultation des créanciers obligataires dans le cadre d'une procédure collective d'insolvabilité », *Rev. Société*, 2008, n°1, p. 25 et s.

546 M. Sénéchal et G. Couturier, « Créanciers antérieurs: l'égalité a-t-elle vécu ? », *BJE*, 2012, n° 5, p. 328 et s.

B. La compatibilité de l'égalité des créanciers et les financements subordonnés

187. **La subordination : une forme de préférence.** ». Comme nous venons de l'évoquer, l'article 2285 du Code civil prévoit un tempérament au principe de la répartition égalitaire : « les causes légitimes de préférence ». Certains auteurs considèrent que la subordination fonde sa licéité sur cette exception. Ainsi le professeur LUCAS affirme que « la convention de subordination en définitive n'est rien d'autre qu'une « cause légitime de préférence » ». Le professeur DUPICHOT développe un raisonnement proche en affirmant que l'accord de subordination permet d'élever le droit de gage général au rang de privilège⁵⁴⁷. Au regard des spécificités de la subordination, ce rapprochement pourrait néanmoins être tempéré. En effet, la subordination est certes indirectement source de préférence mais elle est avant tout source de déclassement⁵⁴⁸. Il conviendra donc d'analyser la compatibilité des différentes formes de subordination avec la notion d'égalité des créanciers.

188. **La compatibilité de l'égalité des créanciers et les financements subordonnés.** Il convient de confronter cette notion à celle de subordination. La compatibilité de ces deux notions est influencée par la forme de subordination utilisée (structurelle, légale ou contractuelle). Nous étudierons donc successivement la compatibilité de ces différentes formes de subordination et l'égalité des créanciers.

189. **La subordination structurelle et l'égalité des créanciers.** Face à la mise en place d'une subordination structurelle, la question de l'égalité se pose de façon particulière. En effet, comme le souligne un auteur « ce qu'abandonnent les créanciers d'une holding au bénéficiaire de ceux de la filiale, ce n'est pas l'égalité, mais le concours sur le patrimoine de la filiale »⁵⁴⁹. En effet, l'égalité entre créanciers n'est envisageable que lorsque les créanciers sont en concours sur un même patrimoine. Dans le cas de la mise en place d'une subordination structurelle, l'interposition de patrimoine exclu le concours entre le créancier de la filiale et celui de la holding. En l'absence de concours, les créanciers ne sont simplement

547 P. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2005, préf. de M. Grimaldi, LGDJ, Ed. Panthéon Assas, p. 677.

548 Voir sur ce point « La subordination des créances : la création d'un créancier junior et d'un senior », p. 102.

549 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.188.

pas sur le même plan juridique. La question de l'égalité ne se pose pas. Dans cette configuration, l'égalité des créanciers n'est donc pas remise en cause.

190. **La subordination légale et l'égalité des créanciers.** Comme nous venons de l'évoquer en retenant une notion dynamique de l'égalité entre les créanciers, le droit français n'entend appliquer une égalité de traitement qu'aux créanciers titulaires de droits identiques. En s'appuyant sur ce postulat, un auteur affirme que « par son intervention le législateur crée un rang de créances différent de celui des créances chirographaires, et de ce fait n'interfère pas avec le principe d'égalité entre les créanciers »⁵⁵⁰. La mise en place d'une subordination légale ne dérogerait pas au principe d'égalité des créanciers. On relèvera d'ailleurs qu'au sein d'une catégorie de créanciers subordonnés de même rang (ex : des porteurs de TSS issus d'une même émission n'ayant pas créé de hiérarchie entre eux), la règle de l'égalité des créanciers a vocation à s'appliquer.

191. **La subordination conventionnelle et l'égalité des créanciers.** La dernière question est celle de la compatibilité entre la subordination contractuelle et l'égalité des créanciers. Cette dernière confrontation est sans doute la plus complexe. Les financements structurés générant une subordination, ayant connu leur essor originel dans les pays anglo-saxon. La réflexion sur cette question peut utilement se nourrir des solutions retenues en common law sur le sujet.

192. **La subordination contractuelle et le principe d'égalité : l'exemple du droit anglais.** La notion d'égalité des créanciers n'est pas une singularité française. Les juridictions anglaises sont soumises à des exigences similaires. Le terme le plus souvent utilisé est celui de traitement *pari passu*. Cette règle est ancienne en droit anglais. On retrouve déjà la règle du traitement *pari passu* dans le *Bankruptcy act* de 1542. Le principe est posé dans la section 107 de « l'Insolvency Act de 1986 » et la règle n° 4.181 de « l'Insolvency Rules de 1986 ». Un auteur résume la notion de traitement *pari passu* en expliquant qu'il s'agit de « l'engagement d'un contractant envers son partenaire de lui faire bénéficier des conditions les plus favorables qu'il viendrait à accorder à un tiers avec qui il contracte à propos du même objet »⁵⁵¹. L'idée d'un traitement *pari passu* est de traiter de façon uniforme les créanciers

550A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 223.

551 L. Valette, *La clause de traitement égal dite « pari passu »*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 1999, préf. de A. Ghozi, p.1, Décite.

avançant « d'un pas égal ». Cette logique est proche de celle de l'égalité des créanciers en droit français.

La question de la validité d'une subordination contractuelle et de son caractère dérogoire à la règle du traitement *pari passu* a été posée au juge anglais dans l'affaire « Maxwell communication Corp PLC »⁵⁵². Dans cette affaire, la société mère du Groupe Maxwell, Maxwell Communications Corporation PLC, avait accordé une garantie pour le remboursement d'une obligation émise par une de ses filiales, Maxwell Finance Jersey. Cette garantie en cas d'insolvabilité profitait, en premier lieu, aux créanciers classiques puis aux obligataires. La question de la validité de la clause de subordination a été posée dans le cadre d'un « scheme of arrangement ». L'enjeu de la contestation de la validité de la clause était la prise en compte des obligataires dans le vote arrêtant le « scheme of arrangement ». Si la validité de la clause était établie, les créanciers auraient été considérés comme non impactés par le plan, la perte de leurs fonds étant déjà acquise du fait de la faible exigibilité de la dette et de l'importance du passif senior. L'un des points soulevés pour discuter de la validité de cette subordination était celui de sa compatibilité avec la règle du traitement *pari passu* des créanciers⁵⁵³. Dans ce précédent, le juge considère que lorsqu'un créancier modifie son rang en se déclassant, il ne porte pas atteinte aux tiers, et ne porte pas atteinte à l'égalité des créanciers. A l'inverse, le juge n'admet pas que l'ordre public des répartitions soit perturbé de façon défavorable aux créanciers qui ne l'aurait pas accepté. Une analyse proche de celle proposée par la jurisprudence anglaise semble envisageable en droit français.

193. La subordination contractuelle et le principe d'égalité en droit français. Un déclassement conventionnel ne semble pas incompatible avec le principe d'égalité des créanciers selon certains auteurs. Ainsi, le Doyen HAMEL affirmait qu'« il est universellement admis qu'un créancier (...) est en droit de s'entendre d'avance avec un autre pour reconnaître à cet autre un droit de priorité. La clause est courante dans certains contrats où un bailleur de fonds se fait reconnaître, (...) un droit de priorité ». La jurisprudence affirme la validité d'une cession d'antériorité intervenant avant ou après l'ouverture d'une procédure collective. Ces configurations sont proches de la subordination contractuelle des financements structurés. Cette position a été nettement affirmée dans deux arrêts⁵⁵⁴. Cette compatibilité se justifie pour deux raisons :

552 Affaire Maxwell Communications Corp Plc, English High Court, Re 1993 1 WLR 1402.

553 P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 2007, 3eme ed., Sweet et Maxwell., n°11-027.

554 Cass. Civ. 16 novembre 1896, DP 1897, I, 51; CA Douai, 25 juin 1931, Rec. Douai, 1931, p. 276.

- à l'image de l'analyse retenue par le droit anglais, on peut considérer qu'il n'existe pas d'atteinte à l'égalité des créanciers face à un mécanisme qui ne génère pour les créanciers aucune charge supplémentaire sans leurs consentements.
- bien que le principe d'égalité soit un principe d'ordre public, ce dernier a été largement fragilisé au gré de multiples décisions jurisprudentielles.

194. **L'absence d'atteinte à l'égalité liée à l'absence de charge supplémentaire née de l'avantage généré au profit des créanciers seniors pour la procédure.** En droit français, le raisonnement soutenu par certains auteurs consiste à affirmer que la subordination ne porte en principe pas d'atteinte à l'égalité car « l'avantage qui résulte pour les créanciers bénéficiaires n'est pas à la charge des autres créanciers, mais provient exclusivement de la renonciation unilatérale des créanciers subordonnés à un traitement égalitaire »⁵⁵⁵. Le professeur VASSEUR affirmait que « le principe d'égalité est avant tout conçu dans l'intérêt des créanciers : or chacun est libre en principe de renoncer aux dispositions légales introduites en sa faveur »⁵⁵⁶. Une idée reprise par un praticien qui considère que « le principe d'égalité s'oppose uniquement à ce que l'égalité soit rompue au détriment des tiers. Rien n'empêche au contraire qu'elle soit rompue à leurs profits »⁵⁵⁷. Cette idée est partagée par certains auteurs français⁵⁵⁸ qui s'appuient sur ce même argument pour affirmer que « le principe d'égalité entre les créanciers chirographaires, dans le cadre d'une procédure collective, ne s'oppose pas fondamentalement à ce que certains de ces créanciers y renoncent au bénéfice des autres, d'autant que cet avantage conféré aux bénéficiaires ne nuit pas aux autres créanciers soumis à un traitement égalitaire ». En s'appuyant sur une logique similaire, certains auteurs affirment que « les porteurs de TSS ont accepté de renoncer à l'égalité à l'égard de tous les créanciers »⁵⁵⁹. Force est de constater que la subordination comme nous l'avons exposée plus haut ne génère pas d'avantage pour le créancier subordonné. Ce constat est résumé par le professeur LUCAS qui affirme que « les rigueurs de la subordination s'ajoutent aux rigueurs de la procédure collective (pour les créanciers juniors) »⁵⁶⁰. Si le créancier junior est indiscutablement pénalisé en cas de procédure collective, il convient de rappeler que ce

555 H. Le Roy, « Les clauses de « préférence » et de « subordination » en droit français et les emprunts (Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) », RDAI, 1986, n° 7, p. 727.

556 M. Vasseur, *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau, p. 338.

557 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 26.

558 A. Bebeepale et C. Garcia, « Les plans face aux accords de subordination », LPA, 2012, n° 146, p. 4.

559 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.182.

560 F-X Lucas, « Créance de remboursement d'un prêt participatif et principe d'égalité entre les créanciers antérieurs », RDBF, 2002, n° 4, p. 142.

dernier a consenti à son déclassement. Le créancier subordonné se retirant face aux autres créanciers, il semble délicat de voir dans ce refus de participer au concours une atteinte illégitime au principe d'égalité. En effet, l'objectif de l'égalité étant de préserver le gage général au profit de l'ensemble de ces créanciers, sans porter atteinte à l'intérêt de ces derniers, il semble difficile de parler de rupture d'égalité. La subordination ne générant pas de charge supplémentaire, une partie de la doctrine⁵⁶¹ considère que ce mécanisme ne porte pas d'atteinte à l'ordre public. Cette seconde question est centrale car, comme le souligne un auteur, « sans s'arrêter à l'infinité de reliefs qui donnent toute sa richesse et toutes ses nuances au concept « d'ordre public », si l'on voit dans le principe d'égalité des créanciers un principe d'ordre public, il faut bien réaffirmer qu'on « ne peut déroger, par des conventions particulières aux lois qui intéressent l'ordre public »⁵⁶².

195. **L'égalité des créanciers : un principe d'ordre public.** La jurisprudence a consacré très tôt le caractère d'ordre de public du principe d'égalité⁵⁶³. Depuis « le caractère d'ordre public de l'égalité des créanciers »⁵⁶⁴ est réaffirmé avec constance. Cette idée semble aujourd'hui faire consensus au sein de la doctrine⁵⁶⁵. Comme nous l'avons vu⁵⁶⁶, le caractère coercitif de l'égalité des créanciers semble accru depuis la réforme du 12 mars 2014 qui a été l'occasion de la mise en place de l'article L 643-7-1 du Code de commerce qui permet la restitution des paiements reçus « en violation de la règle de l'égalité des créanciers chirographaires ou par suite d'une erreur sur l'ordre des privilèges ». Il convient néanmoins de ne pas exagérer la portée de ce caractère d'ordre public de l'égalité. Comme le constate un auteur « il existe de nombreuses décisions qui, sans s'opposer au principe d'égalité en restreignent infiniment le domaine »⁵⁶⁷.

561 L. Cioni, « Les cessions d'antériorité et les créances de dernier rang », LPA, 1981, n°32, p.7 ; I. Urbain-Parléani, *les comptes Courants d'associés*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 1986, préf. de C. Gavalda, LGDJ.

562 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 204.

563 Cass. Civ. 22 mars 1944 ; Note JP Niboyet, S., n°1, p. 77.

564 Cass. Com 19 avril 1985, n° 83-15258 ; Voir l'analyse de cette décision par le conseiller référendaire P. Delmotte, «L'égalité des créanciers dans les procédures collectives», 2003, rapport de la Cour de Cass ; note M. Cabrillac et M. Vivant, JCP E, avril 1986, n°16, p. 1, act. 15331 ; Cass. 1^{ère} civ. 4 février 1992, n° 90-12569.

565 M. Reymond de gentile, *Le principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires et la loi du 13 juillet 1967*, 1973, Bibliothèque de droit commercial, ed Sirey ; L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 238 ; M. Sénéchal et G. Couturier, «Créanciers antérieurs: l'égalité a-t-elle vécu ? », BJE, 2012, n° 5, p. 328 et s.

566 Voir en ce sens « B. L'attraction du statut de créancier entraînant l'application de l'égalité des créanciers », p. 137.

567 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 204.

196. **La portée limitée du caractère d'ordre public du principe d'égalité des créanciers.** La réduction de l'influence de la règle de l'égalité entre les créanciers est visible notamment au travers des multiples tempéraments affectant les corollaires traditionnels de cette règle. Par ces corollaires traditionnels, on trouve notamment l'interdiction de payer les créances antérieures à l'ouverture de la procédure collective qui est « un corps de règles traditionnellement rattachées à la règle de l'égalité entre les créanciers »⁵⁶⁸. Cette règle dont l'objectif est d'assurer un traitement égalitaire de l'ensemble des créanciers postérieurs a été progressivement remise en cause. Il est sur ce point intéressant de comparer l'article 33 de la loi 25 janvier 1985 qui ne tolérait qu'un nombre limité de dérogations à cette règle⁵⁶⁹ et l'actuel article L622-7 du Code de commerce qui permet à de multiples catégories de créanciers d'échapper à la discipline collective (le créancier titulaire pouvant s'appuyer sur la compensation de dette connexe, le créancier alimentaire, le créancier crédit bailleur dans certaines configurations, le créancier garanti par un bien intégré dans un patrimoine fiduciaire ...). Ce recul a amené certains spécialistes à se demander si l'égalité n'avait pas simplement vécu ?⁵⁷⁰. Ce recul a sans doute atteint son paroxysme avec la consécration de la sauvegarde financière accélérée en 2010. Comme le soulignent ces auteurs, dans cette procédure les « créanciers « non financiers » (...) ne se heurteront donc pour le paiement de leurs créances ni à l'interdiction de payer les créances antérieures à l'ouverture de la procédure, ni à l'arrêt des poursuites et du cours des intérêts, ni, le cas échéant, aux nullités de la période suspecte »⁵⁷¹. Comme le constate le professeur LUCAS, « cette caractéristique remet (...) en cause (...) le principe d'égalité censé présider aux procédures collectives »⁵⁷². Un auteur affirme que le principe d'égalité des créanciers « est probablement d'ordre public néanmoins il perd de son intangibilité lorsqu'il est confronté à des impératifs supérieurs »⁵⁷³. Cet auteur poursuit son analyse en se demandant si « cette souplesse n'est pas simplement la marque

568 P. Delmotte, «L'égalité des créanciers dans les procédures collectives», 2003, rapport de la Cour de Cass.

569 « Le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture. Le juge-commissaire peut autoriser le chef d'entreprise ou l'administrateur à faire un acte de disposition étranger à la gestion courante de l'entreprise, à consentir une hypothèque ou un nantissement ou à compromettre ou transiger. Le juge-commissaire peut aussi les autoriser à payer des créances antérieures au jugement, pour retirer le gage ou une chose légitimement retenue, lorsque ce retrait est justifié par la poursuite de l'activité. Tout acte ou tout paiement passé en violation des dispositions du présent article est annulé à la demande de tout intéressé (...) », loi n° 85-98, 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, art 33.

570 M. Sénéchal et G. Couturier, «Créanciers antérieurs: l'égalité a-t-elle vécu ? », BJE, 2012, n° 5, p. 328 et s.

571 M. Sénéchal et G. Couturier, «Créanciers antérieurs: l'égalité a-t-elle vécu ? », art. préc., p. 328 et s.

572 F.X Lucas, « Caractère collectif de la procédure et sauvegarde financière accélérée », RPC, 2012, n° 3, p. 93.

573 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 229.

d'un public de protection »⁵⁷⁴. A l'image de la conclusion retenue lors de l'étude de la renonciation à recours⁵⁷⁵, il semble envisageable de considérer que l'égalité des créanciers relève de l'ordre public de protection. L'élément le plus probant pour étayer cette affirmation est sans doute la faculté offerte aux créanciers de renoncer à l'égalité des créanciers⁵⁷⁶. Cette renonciation n'est valide que si elle est postérieure à la naissance du droit⁵⁷⁷. Cette contrainte a sans doute influencé les praticiens dans leurs méthodes de structuration des financements subordonnés. On relèvera que plusieurs méthodes mises en place de subordinations contractuelles s'appuient sur l'idée d'une séquence générant dans un premier temps le prêt, puis dans un second temps la mise en place de la subordination. Comme le relève un auteur « il semble que pour éviter tous risques d'invalidation dus à une application extensive du principe d'égalité, le droit de l'ingénierie financière ait pris le biais de créer un acte postérieur au contrat de prêt. Ainsi en marge des contrats de prêt, naissent (...) des cessions d'antériorités ou des remises de dettes »⁵⁷⁸. Il semble donc que la majorité des mécanismes de subordinations contractuelles ne portent pas atteinte au principe d'égalité des créanciers.

Comme nous l'avons constaté, aucune des formes de subordination étudiées ne semble constituer une atteinte à l'égalité entre les créanciers. La mise en place d'une subordination influence cependant la mise en place du concours et l'ordre des répartitions. En cela, les financements subordonnés fragilisent certains piliers des procédures collectives.

Section 2. La subordination face au concours et à la répartition

197. **La subordination face au concours et à la répartition.** Si la mise en place d'une subordination ne semble pas s'opposer frontalement à la conception française de l'égalité entre créanciers, elle interfère en revanche avec les procédures collectives durant ses deux phases traditionnelles : la mise en place du concours et la répartition. En effet, la procédure d'insolvabilité pour pouvoir être collective suppose un concours entre les créanciers. Or, selon

574 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, op. cit., spéc., p. 230.

575 Voir en ce sens « A. La renonciation à recours : source d'atteinte potentielle à l'égalité des créanciers », p. 95.

576 Voir en ce sens « B. L'atteinte limitée à l'égalité des créanciers dans le cadre des renonciations à recours », p. 96.

577 « une partie peut toujours après la naissance de son droit renoncer à l'application d'une loi fut-elle d'ordre public », Cass. 3^{ème} Civ., 27 octobre 1975, n°74-11656 ; CA Poitiers, 18 décembre 1953 ; note P. Malaurie, D, 1954, p. 519.

578 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 233.

les formes de subordination mise en place, ce concours est parfois fragilisé (1§.). Par ailleurs, la subordination a pour objectif d'imposer un ordre de distribution des fonds du débiteur. A ce titre, les financements structurés générant une subordination peuvent parfois proposer un ordre de répartition concurrent de celui proposé par les procédures collectives. On peut donc s'interroger sur le point de savoir si cette concurrence ne doit pas être assimilée à une fraude à l'ordre des répartitions issu de la procédure collective (2§).

1§. La subordination face au concours

198. **Les financements subordonnés face au concours.** Le mécanisme support de la subordination influence l'impact du financement structuré sur le concours. La subordination structurelle est construite sur l'idée d'exploiter un morcèlement du concours (A). La subordination contractuelle ou légale s'insère dans le concours tout en tentant de modifier son résultat (B).

A. La subordination structurelle et le concours

199. **L'impact de la subordination structurelle sur le concours.** Comme nous l'avons déjà évoqué, l'organisation du concours entre les créanciers en procédure collective et la règle de l'égalité entre les créanciers sont très liées⁵⁷⁹. Au regard de l'impact de la subordination sur l'égalité des créanciers, il semble donc légitime de s'interroger sur les risques de fragilisation du concours lors de la mise en place de ce type de financements structurés. Cette question est plus marquée en matière de subordination structurelle s'appuyant sur de multiples entités *ad hoc*.

200. **Le cas spécifique de la mise en place d'une subordination structurelle.** Il convient de distinguer la subordination structurelle des autres formes de subordination sur la question du concours. Un auteur affirme « qu'accepter de prêter à la société mère plutôt qu'à la société d'exploitation signifie ni plus ni moins souhaiter de ne pas concourir sur son patrimoine ». Il semble cependant important de clarifier ce propos. Il serait faux de considérer que la mise en

579 M. Cabrillac, « Les ambiguïtés de l'égalité entre les créanciers », mélange Breton-Derrida, D., 1991, p. 33.

place d'une subordination structurelle s'appuyant sur une entité ad-hoc met un terme à toute forme de concours.

201. **La subordination structurelle : une utilisation des limites du concours.** Comme nous l'avons déjà évoqué en matière de financement structuré modifiant le périmètre de l'actif saisie, pour chaque patrimoine tiers mise en place il faudra créer un concours spécifique entre les créanciers de ce patrimoine. Les biens se retrouveront déportés sur un autre patrimoine sur lesquelles les créanciers subordonnés ne pourront exprimer aucunes prétentions. La mise en place d'une subordination structurelle n'est pas une remise en cause du concours à proprement parler, mais entraîne son morcellement. Ce morcellement n'est pas une remise en cause du concours. C'est uniquement une exploitation habile des limites du concours. En effet, le concours en vertu de l'effet réel de la procédure collective n'a vocation à jouer que sur le patrimoine du débiteur. En pratique, ce morcellement du concours altère son efficacité. Certains créanciers pourraient être favorisés simplement du fait d'être créancier d'un patrimoine composé d'un actif plus important. Il convient de noter que si l'efficacité de la règle du concours semble fragilisée par la segmentation mise en place dans le cadre d'une subordination structurelle, cette fragilisation s'inscrit dans un contexte l'application stricte de la règle « d'un concours pour chaque patrimoine ». La question du conflit entre concours et subordination se pose différemment en matière de subordination légale et contractuelle.

B. La subordination légale et conventionnelle et le concours

202. **Le créancier subordonné face à la mise en place du concours.** La mise en place d'une subordination fragilise la notion traditionnelle de concours entre les créanciers. La question est particulièrement marquée face à la mise en place d'une subordination générale. Certains auteurs considèrent que dans cette configuration, le créancier s'engagerait au profit de tous les autres créanciers du débiteur, présent et futur, à ne pas concourir avec eux⁵⁸⁰. On pourrait donc considérer que la subordination porte atteinte à l'aspect collectif du concours, en réduisant le nombre de parties autorisées à concourir. Le doyen HAMEL qualifiait la cession d'antériorité de clause de « non concours »⁵⁸¹. Ce constat est repris par un auteur qui affirme que « les bénéficiaires indirects du procédé (les créanciers seniors) (...) ne seront

580 J.J. Caussain, « Prêt participatif et les prêts subordonnés : synthèse comparative », Colloque « prêt participatif et subordonné : un nouveau mode de financement », FEDUCI, 1983, p. 205 ; L. Faugérolas, « subordination des créances », JCPE, 1991, n° 42, p. 429 et s.

581 J. Hamel, Banques et opération de banque, 1943, T. II, p. 487.

jamais en concours avec le créanciers juniors »⁵⁸². L'engagement de subordination contraint ainsi le créancier junior à refuser le paiement ou à le rétrocéder à chaque fois que ce paiement interviendra dans une situation de concours avec les créanciers seniors.

203. **L'influence de la mise en place d'une subordination légale ou contractuelle sur le concours.** En réalité comme le souligne un auteur, il semble que « le créancier subordonné ne refuse jamais de venir au concours, il consent seulement à en altérer les conditions »⁵⁸³. La mise en place de certains financements structurés altérant l'actif entraîne une remise en cause principe du concours. A l'inverse, la mise en place d'une subordination légale ou contractuelle perturbe le concours sans pour autant en nier le principe. En effet, le concours naît de la rencontre entre le droit de gage de plusieurs créanciers. Or, en dehors des configurations de subordination structurelle, la mise en place d'une subordination n'empêche pas la réunion des prétentions des différents créanciers. Les conditions du concours sont maintenues, puisque les créanciers ne cessent de faire valoir leurs différentes prétentions sur un même patrimoine. Même dans les configurations de subordination générale, le créancier junior ne renonce jamais à concourir, il accepte simplement de taire ses prétentions jusqu'au complet désintéressement de l'ensemble des créanciers. La logique du concours persiste, le créancier subordonné, contrairement au créancier propriétaire, ne se place pas sur un autre plan qui l'exclurait de la compétition entre les créanciers.

Si l'on reprend la définition, proposée par un spécialiste, de la subordination financière de cette dernière à savoir « l'établissement d'une hiérarchie entre créanciers lors de leur concours sur le patrimoine », il semble que ce ne soit pas tant la mise en place du concours qui soit perturbée, par la subordination, que la répartition subséquente.

Nous tenterons donc de déterminer si, au regard de la répartition tel que définie par le droit des procédures collectives, la mise en place d'une subordination constitue ou non une fraude.

2§. La subordination : une fraude à la répartition

204. **La subordination : une fraude à la répartition.** Comme nous l'avons évoqué, le financement subordonné cherche par définition à modifier l'ordre des répartitions. On pourrait voir dans ces mécanismes une forme de fraude au concours. La question n'est pas neutre car

582A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 337.

583 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.69.

une telle qualification fragiliserait considérablement les financements subordonnés (A). La position de la jurisprudence ne semble néanmoins pas favorable à une assimilation entre l'aménagement du concours et une fraude (B).

A. L'enjeu de la requalification de la subordination en fraude au concours

205. **L'enjeu de la requalification de la subordination en fraude au concours.** L'enjeu de ce débat est majeur, puisque si la qualification de fraude était retenue face aux financements structurés générant une subordination, ces derniers seraient considérés comme inefficaces. Cette inefficacité serait la simple application de l'adage *fraus omnia corrumpit*, reconnu de façon aussi ancienne que constante par la jurisprudence française⁵⁸⁴.

206. **La mise en place d'un financement structuré : simple montage ou fraude ?** On relèvera à titre liminaire que la problématique du caractère frauduleux des financements structurés est une question récurrente. En effet, comme nous l'avons déjà évoqué, les financements structurés s'appuient sur des montages juridiques. Or, on retrouve dans la définition même du montage des éléments évoquant la fraude. Il existe de nombreuses similarités entre un montage qui consiste à «mettre ensemble, selon des techniques propres, des éléments épars et variés afin de faire produire à leur combinaison un effet particulier spécialement recherché»⁵⁸⁵ et une fraude telle que définie par le droit. On retrouve notamment deux grandes caractéristiques communes : une combinaison de différents éléments juridiques et la volonté de contourner certains effets juridiques.

207. **L'effet spécifique du montage et celui de la fraude : la volonté de contourner certains effets juridiques.** Comme cela a déjà été évoqué⁵⁸⁶, l'un des objectifs spécifiques du montage est « d'esquiver, dans une stratégie d'évitement, les effets juridiques qui auraient pu se produire en l'absence de combinaison de ces mêmes actes »⁵⁸⁷. Le parallèle entre ces stratégies d'évitement des montages et les critères traditionnels de la fraude semble envisageable. Dans sa définition traditionnelle, la qualification de fraude est attribuée à « un acte régulier en soi (ou en tout cas non sanctionné d'inefficacité) accompli dans l'intention

584 Cass. Req. 3 Juill. 1817, S. Chronique 1815-1818, n°1, p. 342.

585 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

586 Voir en ce sens « A. Les financements structurés: une catégorie de montage permettant de moduler le risque de crédit », p. 57.

587 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », art. préc., p. 50 et s.

d'éluder une loi impérative ou prohibitive et qui, pour cette raison, est frappé d'inefficacité par la jurisprudence ou la loi »⁵⁸⁸. Selon le doyen CARBONNIER, l'hypothèse de la fraude à la loi est caractérisée lorsque « sans contrevenir formellement à une loi d'ordre public, un contrat tend à la contourner, à en éluder l'application. La lettre de l'ordre public est respectée ; l'esprit en est méconnu »⁵⁸⁹. Lorsque le financement structuré a pour effet de contourner une loi impérative, celui-ci devient frauduleux. En complément de cette volonté commune de contournement, on retrouve en matière de montage comme en matière de fraude la nécessité de s'appuyer sur une combinaison d'actes.

208. **L'outil du montage et celui de la fraude : la combinaison d'actes juridique.**

Comme le relève un auteur, les montages en matière de financement des entreprises s'appuient sur « la combinaison de divers actes et dispositions »⁵⁹⁰. Comme le rappelle le doyen CARBONNIER « le principe est qu'une combinaison, licite en elle-même, ne cesse pas de l'être parce qu'elle est employée afin d'éviter l'application d'une règle de droit restrictive. C'est l'un des aspects de la liberté contractuelle »⁵⁹¹. Cette idée est reprise par le professeur VIANDIER qui rappelle que « ce n'est pas parce que telle ou telle société réussit à éviter telle ou telle obligation grâce à l'imagination de ses conseils que pour autant le schéma doit être taxé de fraude »⁵⁹². Cependant « par exception, il est des cas où la loi elle-même prononce la nullité non seulement des conventions qui lui seraient directement contraires, mais des arrangements de toutes sorte qui auraient pour effet d'éluder ses dispositions ». Un auteur souligne que les schémas juridiques complexes « créent une suspicion de fraude »⁵⁹³. En réalité « la frontière entre le montage résultant d'une habilité licite et celui constitutif d'une fraude est très délicate à tracer »⁵⁹⁴. Il existe plusieurs prérequis pour pouvoir établir le caractère frauduleux d'un montage. Il est notamment nécessaire de démontrer que :

- le montage n'a pas d'autre but que celui de faire échec à la loi ;
- Les parties sont animées d'une intention frauduleuse ;
- le montage permet d'échapper à une règle impérative. Il s'agit notamment de la configuration d'une atteinte à une règle d'ordre public.

588 G. Cornu, *Vocabulaire juridique de l'association Henri Capitant*, 11^{ème} éd., 2013, PUF, p.482 v. « Fraude ».

589 J. Carbonnier, *Droit civil, les biens, les obligations*, 1^{er} éd. 1955, PUF, p. 2042.

590 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n° 3, p. 50 et s.

591 J. Carbonnier, *Droit civil, les biens, les obligations, op. cit.*, spéc., p. 2042.

592 A. Viandier, « Les conditions de mise en œuvre de la procédure de garantie de cours, l'action de concert et la fraude : note sous CA Paris, 10 mars 1992 », BJS, 1992, n°4, p. 425.

593 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille 1998, préf. de J. Mestre, PUAM, p. 413.

594 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit, op. cit.*, spéc., p. 419.

209. **Le montage n'a pas d'autre but que celui de faire échec à la loi.** Pour caractériser une fraude, il est nécessaire d'établir que « le montage n'a pas d'autre but que celui de faire échec à la loi »⁵⁹⁵. Ce premier élément est sans doute plus simple à caractériser. La mise en place d'une subordination a pour unique but de faire échapper le créancier aux règles habituelles du concours. Les financements subordonnés et les procédures collectives entendent tous deux définir l'ordre de répartition. La concurrence entre la règle issue des procédures collectives et celle issue des financements structurés est inévitable. L'ordre des répartitions nées de la procédure collective est d'ailleurs parfois qualifié de forme de « subordination ignorée »⁵⁹⁶. Certains auteurs l'affirment sans détour : la mise en place d'une subordination générale « affecte le rang même de la créance »⁵⁹⁷. Si la volonté d'échapper à la règle traditionnelle des répartitions des procédures collectives ne semble pas discutable, il semble en revanche plus difficile d'établir le caractère frauduleux de cette volonté.

210. **L'intention frauduleuse dans le cadre de la mise en place d'une subordination.**

Une doctrine majoritaire soutient une conception subjective de la fraude. La fraude ne pourrait être caractérisée qu'en cas de violation intentionnelle de la règle⁵⁹⁸. Cette conception a été consacrée par la jurisprudence. L'un des meilleurs exemples de cette exigence est sans doute l'arrêt Caron du 20 mars 1985⁵⁹⁹. Dans cet arrêt, la Cour de cassation avait analysé la correspondance et la finalité des actes pour établir la volonté d'échapper à la loi française. La Cour de cassation⁶⁰⁰ considère que l'intention frauduleuse est caractérisée par « la seule connaissance (...) du préjudice » que l'on cause, il n'est pas nécessaire d'établir « l'intention de nuire ». Dans le cas de la mise en place d'une convention de subordination, il semble difficile de définir un préjudice que le créancier subordonné causerait en connaissance de cause. Comme nous l'avons évoqué précédemment⁶⁰¹, la mise en place d'une subordination ne crée pas de charge supplémentaire pour le débiteur ou pour les autres créanciers. En

595 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 429.

596 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 139.

597 C. Juillet, *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. de C. Larroumet, éd. Defrénois, p. 21.

598 L. Josserand, *Les mobiles dans les actes juridiques du droit privé*, 2006 Réédition de l'édition de 1928, Dalloz, p. 227 ; J. Vidal, *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français, le principe "fraus omnia corrumpit"*, 1957, Dalloz, p. 110.

599 Cass. Civ 1^{ère}, 20 mars 1985, n° 82-15033, note Y. Lequette, RCDIP, 1986, n°65, p.69.

600 Cass. Civ 1^{ère}, 13 mars 1973, n°70-13858.

601 Voir en ce sens « B. La compatibilité de l'égalité des créanciers et les financements subordonnés » notamment « L'absence d'atteinte à l'égalité liée à l'absence de charge supplémentaire née de l'avantage généré au profit des créanciers seniors pour la procédure. », p. 146.

l'absence de charge additionnelle pour le patrimoine du débiteur, il semble difficile de caractériser l'intention frauduleuse du créancier subordonné. Enfin, le dernier critère permettant de caractériser une fraude ne semble pas rempli. Le caractère impératif du concours ne semble pas établi.

211. **La mise en place d'une subordination et le risque d'atteinte à l'ordre public.**

Comme le souligne un auteur, « la présence d'une règle impérative est (...) nécessaire à la caractérisation de la fraude. De fait, le caractère supplétif d'une règle de droit suppose que l'on puisse valablement l'écarter »⁶⁰². Pour considérer la subordination comme une fraude au concours, il faudrait donc pouvoir affirmer que la règle du concours est impérative. On pourrait considérer que l'ordre défini dans le cadre du concours relève de l'expression de la volonté du législateur. Cette affirmation semble indiscutable lorsqu'on évoque le traitement préférentiel accordé aux salaires dans le cadre du « super privilège » ou la volonté de favoriser l'apport d'argent frais en garantissant l'apporteur via un privilège de conciliation. Ces préférences sont le fruit des choix du législateur. Ces choix sont le plus souvent fondés sur des éléments considérés comme d'intérêt général (ex : la défense des droits des salariés ou la volonté de favoriser la poursuite de l'activité). Une altération du concours aboutissant à la remise en cause de ces traitements préférentiels pourrait sans doute être considérée comme portant atteinte à des règles impératives. A l'inverse, lorsque l'on analyse le concours, non plus entre créanciers titulaires d'un privilège ou d'une priorité, mais entre créanciers chirographaires (voire même dans notre cas hypochirographaire), il semble difficile de considérer que le concours est une règle impérative. Comme le souligne un auteur le principe du concours est dans ce cas largement fragilisé « d'une part, en raison des faibles sommes que les créanciers chirographaires ont à se partager en fin de procédure ; d'autre part, en raison de la recherche effrénée de positions avantageuses, faisant échapper à la condition de créancier chirographaire, qui caractérise l'évolution du droit des procédures collectives »⁶⁰³. Dans le cas de la mise en place d'une subordination générale, l'altération du concours touche uniquement les rapports entre créanciers chirographaires et hypochirographaires. La mise en place de ce type de subordination ne semble donc pas porter atteinte à l'un des aspects impératifs du concours. La jurisprudence semble d'ailleurs favorable à ces aménagements du concours.

602 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille 1998, préf. de J. Mestre, PUAM, p. 410.

603 J.M Calendini, « le principe de proportionnalité en droit des procédures collectives », LPA, 1998, n°117, p. 51 et s.

B. La position de la jurisprudence sur la validité des aménagements du concours

212. **La position de la jurisprudence sur la validité des aménagements du concours.**

On relèvera cependant que la jurisprudence admet que les parties aménagent l'ordre des répartitions. La Chambre commerciale a ainsi affirmé dans un arrêt du 13 Novembre 2002⁶⁰⁴ que les « créanciers pouvaient convenir entre eux du rang de leurs nantissements ». Dans cet arrêt, la Cour de cassation avait « reconnu l'opposabilité d'une convention aménageant la répartition de fonds au liquidateur »⁶⁰⁵ dans le cadre de la procédure de liquidation.

La validité de cet aménagement du concours s'explique selon un auteur par l'objectif assigné au droit des procédures collectives. Ce dernier doit « essentiellement (...) encadrer les relations entre un débiteur failli et ses créanciers, et non pas celles susceptibles d'intervenir entre créanciers »⁶⁰⁶.

On se retrouve dans une configuration proche de celle du conflit entre subordination et égalité des créanciers : la subordination pourrait être considérée comme une fraude à la répartition uniquement si elle venait créer une charge additionnelle pour la procédure collective. Sans cette charge additionnelle, le financement structuré n'influencerait pas les relations entre les créanciers et le débiteur, mais uniquement les relations entre créanciers. Au regard de l'objectif de la mise en place d'une subordination, il semble que cette dernière n'entraîne qu'un aménagement des paiements entre les créanciers. Il semble donc inapproprié de la considérer comme frauduleuse par nature.

Bien que la subordination ne soit pas, par nature, incompatible avec les grands principes des procédures collectives, la mise en place d'un financement subordonné comme celle d'un financement altérant la saisie collective a un impact important sur la situation des autres créanciers. Comme nous l'avons vu, si l'habileté des montages supports des financements structurés leur permet d'éviter toute contradiction frontale avec les grands principes des procédures collectives, il n'en reste pas moins des éléments détournant le régime classique des procédures collectives.

604 Cass. com., 13 novembre 2002, n° 99-15819. Voir sur le sujet R. Allouche et R. Richard « Les garanties dans les financements à effet de levier », RDBF, 2008, n° 3, p. 90 et s.; F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

605 L. Chammas, F. Danos, D. Marcheteau, « Financement d'un LBO », actes pratiques et ing. soc., 2008, n° 99, p. 15 et s.

606 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 242.

DEUXIÈME PARTIE

LA STRUCTURATION DES FINANCEMENTS A L'ÉPREUVE DE LA PROCEDURE COLLECTIVE

213. **La structuration des financements à l'épreuve de la saisie collective et des répartitions.** La mise en place des financements structurés est animée par une volonté d'influencer la procédure collective. Cette volonté, comme nous l'avons évoqué, exploite les limites des grands principes directeurs de la procédure collective (égalité des créanciers, caractère collectif de la procédure,...). Mais le point décisif consiste pour le praticien à déterminer si, au-delà de la fragilisation de certains principes, le contrat de financement permet ou non d'aménager le régime de la procédure collective. Comme le souligne le professeur MOULIN « à l'instar d'un immeuble subissant un séisme ou les outrages du temps, un montage juridique ne vaut rien s'il ne sait résister (...) au temps qui passe inexorablement et aux crises (...) le droit des procédures collectives revêt dans cette perspective le masque de l'épreuve sismique »⁶⁰⁷.

Comme nous l'avons développé dans le titre premier de la présente étude, les financements structurés se sont fixés pour objectif à la fois de modifier le périmètre de la saisie collective (Titre 1) et de modifier l'ordre des répartitions du fruit de cette saisie collective (Titre 2). Nous étudierons donc à travers le prisme de ces deux objectifs les perturbations provoquées par les financements structurés sur le régime des procédures collectives.

607 J-M Moulin, « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », *RPC*, 2013, n° 3, p. 50 et s.; J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, n° 15.

TITRE 1

LA RESISTANCE DES FINANCEMENTS STRUCTURES A LA SAISIE COLLECTIVE

214. **Les financements structurés à l'épreuve de la saisie collective.** Comme nous l'avons constaté précédemment, la mise en place d'un financement structuré est souvent liée à la volonté des créanciers financeurs de se prémunir contre une éventuelle faillite du débiteur. Le premier rempart pour le créancier consistera à tenter de paralyser la saisie collective en empêchant l'ouverture de la procédure collective (Chapitre 1). Dans un second temps, si le contrat de financement n'a pas permis d'empêcher l'ouverture de la procédure, les créanciers tenteront d'échapper aux règles qui constituent le socle de la saisie collective : la reconstitution de l'actif et le gel du passif du débiteur (Chapitre 2).

Chapitre 1

Financements structurés et perturbation de l'ouverture de la procédure collective

215. **L'influence des financements structurés sur l'ouverture de la procédure collective.** La mise en place d'un financement structuré affecte l'ouverture de la procédure collective. Dans de nombreuses configurations de financement structuré, la structure a pour but affiché de maîtriser, voire de paralyser l'ouverture. Ces stratégies peuvent prendre deux formes, le financement structuré peut tenter de rendre le débiteur inéligible à la procédure collective ou à minima de réduire les possibilités de saisine du tribunal en charge des procédures collectives (1§). La seconde configuration consistera à mettre en place un financement structuré qui influencera l'appréciation de la situation économique du débiteur (2§).

Section 1. L'influence des financements structurés sur les conditions d'ouverture

216. **Les stratégies des financements structurés pour influencer l'ouverture de la procédure collective.** Comme nous l'avons évoqué, la procédure collective fait figure d'épouvantail pour les créanciers. Il est donc tentant pour eux d'essayer de maîtriser ce risque. La mise en place des financements structurés tente souvent d'influencer l'ouverture de la procédure collective. Pour cela deux « modus operandi » distincts sont envisageables. La

première stratégie est tournée vers le débiteur en difficulté. Elle consiste à tenter de rendre le débiteur inéligible à la procédure collective en s'appuyant sur un SPV (une entité *ad hoc* ayant une activité créée spécifiquement pour gérer une opération) résistant à la faillite (ou pour reprendre l'appellation anglo-saxonne *bankruptcy remote*) (1§). La seconde méthode consiste à tenter de réduire les possibilités de demande d'ouverture d'une procédure collective directe ou par extension (2§).

1§. La structure de financement et la notion de personne éligible à la procédure collective

217. **L'éligibilité de la structure de financement à la procédure collective.** Les procédures collectives ne sont applicables qu'à certaines personnes. Conformément à leur méthode classique, les financements structurés tenteront d'exploiter les limites du droit des procédures collectives pour atteindre leurs buts. La mise en place d'un financement structuré, notamment lorsque ce dernier s'appuie sur une entité *ad hoc*, pourra avoir une influence sur l'analyse de l'éligibilité du débiteur à la procédure collective. Au regard de l'influence du choix de véhicule de financement sur le régime de la procédure collective, notre étude sera segmentée en fonction de la typologie de SPV utilisé. Nous étudierons en premier lieu l'influence des SPV de nature sociétaire sur l'ouverture (A), puis dans un second temps celle des mécanismes non sociétaires (B).

A. L'éligibilité à la procédure collective de la structure de financement sociétaire

218. **L'éligibilité de la structure de financement aux procédures collectives.** Ainsi que nous l'avons exposé précédemment, l'un des outils les plus courants en matière de structure de financement est l'entité *ad hoc*. On retrouve ce type de structure dans le cadre de financements altérant l'actif et cantonnant le passif. Elle est aussi utilisée lors de la mise en place d'une subordination structurelle. L'éligibilité de ce type de structure à la procédure collective constitue donc un des points clefs de l'analyse de la résistance des financements structurés aux procédures collectives.

219. **L'éligibilité de la structure de financement sociétaire aux procédures collectives: l'affaire "Cœur Défense".** Il est nécessaire de déterminer si la structure de financement présente ou non les caractéristiques nécessaires pour être considérée comme éligible aux procédures collectives. Ces financements structurés s'appuyant sur une entité de nature

sociétaire ont fait l'objet d'une importante controverse qui était au centre de l'affaire Cœur Défense.

220. **La jurisprudence Cœur Défense.** Nous rappellerons brièvement les faits, pour pouvoir ensuite analyser la portée de cette série de décisions. L'ensemble immobilier Cœur Défense avait été cédé en 2007 à des fonds pour un prix d'environ 2,1 milliards d'euros. Cette acquisition avait été réalisée avec un endettement important. Un crédit « in fine » d'un montant de 1,6 milliards d'euros avait été souscrit puis « titrisé » auprès du fond commun de titrisation Windermere XII. Le schéma de l'opération était relativement simple. Une société française était propriétaire de l'actif immobilier la société Heart of la Défense (« Hold »). Cette société était filiale à 100% d'une société de droit luxembourgeois (« Dame Luxembourg »). Ces deux sociétés constituent l'archétype de ce que la pratique qualifie de SPV (Special Purpose Vehicle). Ces entités juridiques avaient un objet social limité à l'opération immobilière.

Les contrats de prêts prévoyaient parmi de nombreuses stipulations (ou « *covenants* »), la mise en place d'un contrat de couverture du risque de variation de taux. Ce contrat avait été souscrit dans le cadre d'un contrat de « Swap » auprès de la société Lehman Brothers International. Ce contrat couvrait le risque d'une hausse des taux d'intérêts au-delà de certains seuils. Une clause des prêts consentis à HOLD exigeait la conservation d'une notation minimale par les institutions ayant consenti les couvertures de taux d'intérêts. La mise sous procédure collective des sociétés du groupe Lehman Brothers en septembre 2008 entraîna un bris du covenant. Le gestionnaire du FCT demanda, le 15 septembre 2008, le remplacement de Lehman Brothers par un autre établissement. Au regard du contexte économique, les sociétés « HOLD » et « Dame Luxembourg » ont cependant considéré que la mise en place d'un nouveau contrat de couverture n'était pas compatible avec le maintien de l'équilibre financier du projet. Les sociétés ont donc sollicité auprès du Tribunal de commerce de Paris l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Une procédure de sauvegarde a été ouverte, le 3 novembre 2008, à l'égard de chacune des sociétés. Cette décision a par la suite fait l'objet d'un appel. Cet appel a abouti à un arrêt du 25 février 2010⁶⁰⁸, annulant l'ouverture des procédures de sauvegarde. Cette décision a finalement fait l'objet d'une cassation dans le

608 CA de Paris, 25 février 2010, n° 09-22756 ; note F.X. Lucas, BJS, 2010, n° 3, p. 211, note R. Dammann et G. Podeur, D., 2010, n°88, p. 7; note B. Saintourens, RPC, 2010, n° 4, p.152; G. Teboul, LPA, 2010, n°48 p. 12 ; M. Menjucq, RPC, 2010, n° 3, p.13. ; note O. Puech et G. Saint Marc, Rev. Banque, 2010, n° 723, p. 4; note H. Kensicher, Déc. stratégie fin., 2010, n°115, p. 70.

cadre d'un arrêt de la Cour de cassation le 8 mars 2011⁶⁰⁹. La Cour de cassation a affirmé dans un attendu de principe que « si la procédure de sauvegarde est destinée à faciliter la réorganisation de l'entreprise afin, notamment, de permettre la poursuite de l'activité économique, il ne résulte pas de ce texte que l'ouverture de la procédure soit elle-même subordonnée à l'existence d'une difficulté affectant cette activité ». La Cour de cassation a par ailleurs renvoyé devant la Cour d'appel de Versailles. La Cour d'appel de Versailles dans un arrêt de renvoi en date du 19 janvier 2012⁶¹⁰ a considéré que les sociétés Hold et Dame Luxembourg remplissaient les conditions pour bénéficier de l'ouverture d'une sauvegarde. Cette affaire a notamment permis de soumettre à l'appréciation des juges l'éligibilité des SPV sociétaires aux procédures collectives.

221. Le critère implicite de l'activité économique véritable. Les demandeurs en appel avaient développé, devant le premier juge d'appel, un argumentaire construit autour d'une idée-force : certes le SPV justifiait " de difficultés, qu'il n'était pas en mesure de surmonter, de nature à le conduire à la cessation des paiements " tel que le prévoyait alors l'article L. 620-1 du Code de commerce, mais ces difficultés n'avaient rien à voir avec l'activité économique du SPV. Or la procédure de sauvegarde a vocation à favoriser la poursuite (article L. 620-1 in fine du Code de commerce).

222. Une analyse pouvant s'appuyer sur l'esprit de l'article L. 620-1 du Code de commerce. Cette analyse pouvait s'appuyer sur l'esprit de l'article L. 620-1 du Code de commerce qui prévoit que la procédure de sauvegarde « est destinée à faciliter la réorganisation de l'entreprise afin de permettre la poursuite de l'activité économique, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif ». On pouvait donc légitimement s'interroger sur le point de savoir si des structures telles que les SPV sans réelle activité économique et sans salariés étaient ou non éligibles au bénéfice des procédures collectives dont les deux principaux objectifs sont « la poursuite de l'activité économique » et le « maintien de l'emploi ». Cette thèse pouvait par ailleurs s'appuyer sur l'article L.620-1 du Code de commerce qui parle de « réorganisation d'entreprise ». Dans le cas d'espèce, l'une de ces

609 Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990 ; note Ph. Roussel Galle, D. Lettre Omnidroit, mars 2011, n° 138, p. 2; note M. Menjucq, RPC, mars 2011, n°2, p. 1 et s. ; note B. Saintourens, act. proc. coll. avril 2011, n°7, p.1 ; note L. Arcelin Lécuyer, D, juin 2011, n°21, p. 1441.

610 CA Versailles, 19 janvier 2012, n° 11-03519 ; note M. Menjucq, RPC, mars 2012, n°2, p. 15; R. Dammann et L. De. Germy, BJS, avril 2012, n° 4, p. 329 et s. ; B. Saintourens, RPC, mars 2012, n°2, p. 48 ; A. Bordenave, Lexbase Hebdo. Ed. Affaires, février 2012, n° 285, N. Morelli, Rev. Sociétés, septembre 2012, n°9, p. 523 et s. ; C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n°217, p. 97; G. Saint Marc, Rev. Banque, avril 2013, n°759, p. 66.

sociétés était un pur véhicule d'investissement (Dame Luxembourg) et la seconde détenait un actif unique (Heart Of La Défense). Comme nous l'avons évoqué précédemment, les SPV n'ont le plus souvent pas d'activité économique véritable. Les sociétés HOLD et Dame Luxembourg sont des véhicules sans activité réelle, sans salarié et dont l'objet social est la uniquement la détention d'un immeuble. La mise en place de ce type de SPV est souvent le fruit d'une logique purement patrimoniale et aucune entreprise n'est réellement exploitée. La finalité principale de la procédure collective est d'assurer la protection de l'ordre public économique et social. Comment justifier le recours à un droit aussi dérogatoire au droit commun que celui des procédures collectives lorsque cet ordre public économique et social n'est pas réellement menacé ?

223. **Les précédents en jurisprudence française et européenne.** Cette interrogation semblait d'autant plus légitime que la jurisprudence s'était déjà appuyée sur l'absence d'activité d'une « société » à vocation immobilière (dont l'objet était uniquement la détention d'un bien et l'encaissement des loyers afférents) pour lui refuser le bénéfice d'un plan de redressement⁶¹¹. Une position qui avait été réitérée et développée ultérieurement par la même juridiction qui affirmait qu'une « SCI, propriétaire d'un immeuble donné en location, qui n'a pas entrepris de construction, de transformation ou de commercialisation, qui n'a pas de salariés et ne produit pas de services particuliers n'a pas d'activité susceptible d'exploitation autonome et ne peut bénéficier d'un plan de redressement par voie de cession, celle-ci s'analysant simplement comme la vente de l'immeuble. En l'absence d'activité économique susceptible d'être poursuivie, la solution du redressement par la voie de la continuation n'est pas non plus justifiée »⁶¹².

Par ailleurs, il existe en droit français une difficulté à définir une entreprise en difficulté susceptible de subir une « réorganisation ». Cette difficulté s'explique, comme le souligne le professeur CHAPUT par le fait que l'entreprise en difficulté est un « concept économique plutôt que juridique »⁶¹³. On relèvera en revanche qu'il existe dans la jurisprudence communautaire une définition claire de la notion d'entreprise. Il s'agit d'une « entité exerçant une activité économique »⁶¹⁴. Selon la jurisprudence communautaire,

611 CA Chambéry 15 décembre 1997 n°1997-045924 ; note H. Croze, *Revue procédures*, février 1998, n° 2, p. 10. Cette décision rendue avant la réforme de 2005 avait été rendue face à une société ayant une activité purement patrimoniale proche de celle des SPVs.

612 CA Chambéry 30 mars 1998, n° 98-055072.

613 Y. Chaput, « L'inégalité des débiteurs face aux procédures collectives », *Études offertes au Professeur Emérentienne de Lagrange*, Éd. LGDJ, 1978, p. 117.

614 CJCE, 6^{ème} ch, 23 avril 1991, C41-90, Hofner et Elseraff., L. Idot, « La notion d'entreprise », *Rev. sociétés*,

l'entreprise serait un ensemble de moyens humains et matériels concourant à la réalisation d'un objectif économique. Il semble donc cohérent au regard de cette jurisprudence de soutenir que sans activité économique et sans moyen humain, le SPV ne pourrait être assimilé à une entreprise. La sauvegarde ayant vocation à « faciliter la réorganisation de l'entreprise », on pouvait s'interroger sur l'éligibilité d'un SPV à ce type de procédure. Un critère additionnel serait donc nécessaire pour caractériser l'entreprise: l'objectif économique de la structure.

224. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 25 février 2010. Le point avait cependant été rapidement écarté par le Tribunal de commerce de Paris qui considérait que « la question de savoir si HOLD est ou non une entreprise est [...] sans portée ». L'arrêt de la Cour d'appel de Paris avait été plus ambigu sur le sujet. L'arrêt affirme que les difficultés de la société HOLD « n'affectent pas réellement l'activité locative de bureaux, laquelle, au demeurant, peut se poursuivre normalement quel qu'en soit le propriétaire ou quelle que soit la composition de l'actionnariat de la société propriétaire ». Selon le professeur PETEL « la sauvegarde n'est pas refusée à la société holding en raison de son objet particulier, qui n'est pas d'exploiter une entreprise mais de détenir les actions d'une société opérationnelle »⁶¹⁵. Cette idée est partagée par un praticien qui considère que « la Cour se refuse absolument à dire, ce qui lui est expressément demandé par le tiers opposant dans le cadre du dossier Cœur Défense, qu'une société *ad hoc* ou si l'on préfère SPV (*special purpose vehicle*) constituée pour recevoir un financement structuré, ne constituait pas une entreprise au sens de la loi et donc se trouvait, de ce simple fait, inéligible à la procédure de sauvegarde »⁶¹⁶. Cette lecture affirmant que l'activité exercée n'influence pas la décision de la Cour d'appel de Paris nous semble difficile à reconnaître.

Comme le soulignait le professeur LUCAS, la Cour d'appel dans son attendu semblait distinguer « parmi les difficultés rencontrées par le débiteur, entre celles qui se rattachent à

avril 2001, n°2, p. 191 et s. C. Bolze « Entreprise. Définition et éléments, Service public de l'emploi », RTD Com, septembre 1991, n°3, p.512 ; CJCE, 17 février 1993, C159-91 et C160/91, Poucet et Pistre, note L. Vogel, Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne, novembre 1993, n°372, p. 812.

615 CA de Paris, 25 février 2010, n° 09-22756 ; note F.X. Lucas, BJS, 2010, n° 3, p. 211, note R. Dammann et G. Podeur, D., 2010, n°88, p. 7; note B. Saintourens, RPC, 2010, n° 4, p.152; G. Teboul, LPA, 2010, n°48 p. 12 ; M. Menjucq, RPC, 2010, n° 3, p.13. ; note O. Puech et G. Saint Marc, Rev. Banque, 2010, n° 723, p. 4; note H. Kensicher, Déc. stratégie fin., 2010, n°115, p. 70.

616 P. Saigne, « Affaire Cœur Défense : coup d'arrêt pour l'utilisation de la sauvegarde dans le cadre de la restructuration des LBO ou simple avertissement ? », option finance, mai 2010, n°1076, p.27.

l'exercice de son activité économique et celles qui, de nature purement financière, sont sans rapport avec l'exploitation »⁶¹⁷.

225. **Une distinction entre SPV et entreprise discutable.** Une analyse distinguant l'entreprise véritable poursuivant un but économique éligible aux procédures collectives et le simple SPV poursuivant un but purement financier non concerné par les procédures d'insolvabilité était cependant sujet à controverse.

226. **La difficile distinction entre difficulté économique et difficulté purement financière.** En premier lieu, la distinction entre difficulté économique et difficulté purement financière aurait suscité d'importantes difficultés d'interprétation. Le professeur LUCAS souligne que l'on peut « trouver artificielle la distinction en fonction de l'origine des difficultés (seules celles qui seraient nées à l'occasion de l'exercice de l'activité économique permettant l'ouverture d'une sauvegarde) »⁶¹⁸. En effet, si la mise en place d'une dette d'acquisition importante peut être la cause de la défaillance du SPV, il sera souvent difficile de séparer difficultés purement financières et difficultés opérationnelles. On pourra s'interroger sur le traitement envisageable lorsque la dette mise en place dans la holding d'acquisition a permis à la fois le rachat de la cible (dette que l'on pourrait qualifier de purement financière) et le financement du plan d'investissement (dette opérationnelle). Cette configuration classique en matière de LBO serait difficile à traiter si l'ouverture de la sauvegarde devait être réservée aux seules sociétés rencontrant des difficultés « qui se rattachent à l'exercice de leurs activités économiques ». On relèvera d'ailleurs que le texte de l'article L.620-1 du Code de commerce n'établit aucune distinction selon la nature des difficultés rencontrées. En application de l'adage *ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*, il semblerait donc cohérent de ne pas créer de nouvelle distinction. La jurisprudence avait d'ailleurs admis l'ouverture de sauvegarde pour des holdings de détentions qui pouvait être aussi qualifié de SPV⁶¹⁹.

227. **L'absence de fondement textuel clair permettant d'exclure le SPV.** En second lieu, lorsque le législateur a entendu exclure certaines formes de groupements du champ d'application du livre VI du Code de commerce, il l'a affirmé explicitement (ex : les sociétés

617 F.X. Lucas, « Les difficultés des LBO sont-elles solubles dans la sauvegarde ? », BJS, 2010, n° 3, p. 211.

618 F.X. Lucas, « Cœur défense : douche froide pour la procédure de sauvegarde », LEDEN, 2010, n° 4, p. 1.

619 TC Nanterre 17 mai 2006 société GAL holding de la Compagnie d'Affrètement et de Transport.

de titrisation exclues en vertu de l'article L.214-179 du Code monétaire et financier). La tendance législative n'est d'ailleurs pas à la réduction du champ des personnes éligibles, ce champ tendant à l'inverse à s'élargir au gré des réformes⁶²⁰. En dehors de toute affirmation claire du législateur sur les SPV, il semble difficile de ne pas les prendre en compte.

Par ailleurs, considérer que seules les difficultés économiques sont éligibles à la sauvegarde semble contraire aux dernières évolutions législatives. Le législateur, en adoptant une procédure propre au traitement des difficultés financières (la « sauvegarde financière accélérée »), semble indiquer clairement sa volonté de permettre aux entreprises faisant face à des difficultés de ce type de s'appuyer sur la procédure collective. On notera que les travaux parlementaires considèrent que cette sauvegarde financière accélérée est « dans le droit fil de la loi de 2005 sur la sauvegarde des entreprises »⁶²¹.

Enfin, si la sauvegarde a pour objectif premier d'assurer la poursuite de l'activité, il est inexact de considérer que cet objectif est le seul. La procédure a pour objectif d'assurer l'apurement du passif. Un objectif parfaitement applicable au véhicule de financement.

228. L'arrêt de la Cour de cassation du 8 mars 2011. Sur cette question, la réponse apportée par la Cour de cassation dans l'arrêt du 8 mars 2011⁶²² ne laisse aucune ambiguïté sur la pertinence de la distinction entre, d'une part les réelles difficultés économiques rencontrées par les entreprises et, d'autre part, les difficultés financières qui seraient l'apanage des véhicules de financement. La Cour de cassation affirme que « la procédure de sauvegarde est ouverte au débiteur qui justifie de difficultés (...) quelle que soit la nature de ces difficultés ; qu'en retenant, pour décider qu'une procédure de sauvegarde ne pouvait être ouverte à l'égard de la société HOLD, qu'elle n'avait « pas prétendu éprouver des difficultés à poursuivre son activité elle-même, de bailleuse de bureaux » (...), mais seulement une difficulté financière tenant au « renchérissement du contrat de couverture du risque variation des taux d'intérêts » (...), la Cour d'appel a violé l'article L. 620-1 du Code de commerce, dans sa rédaction applicable en la cause ».

620 Initialement réservée aux commerçants, la loi du 25 janvier 1985 étend le bénéfice des procédures collectives aux artisans, celle du 30 décembre 1988 aux agriculteurs et celle du 26 janvier 2005 aux professionnels indépendants.

621 J. Chartier, « Rapport sur projet de loi de régulation bancaire et financière », 2010, Rapport de l'AN, n° 2848.

622 Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990 ; note Ph. Roussel Galle, D. Lettre Omnidroit, mars 2011, n° 138, p. 2 ; note M. Menjucq, RPC, mars 2011, n°2, p. 1 et s. ; note B. Saintourens, act. proc. coll. avril 2011, n°7, p.1 ; note L. Arcelin Lécuyer, D, juin 2011, n°21, p. 1441.

Un auteur résume « la notion de « véhicule d'investissement » n'existe pas en droit français et que toute société, même sans salarié, est éligible à une procédure de sauvegarde⁶²³. Comme l'affirme une partie des praticiens, il semble désormais établi que « le véhicule *ad hoc* n'est pas un rempart infranchissable contre la sauvegarde »⁶²⁴. Au contraire « le SPV est bel et bien une personne morale - presque - comme les autres »⁶²⁵. On peut néanmoins regretter cette absence de distinction qui pourrait à terme la dévoyer de son objectif premier qui est de permettre la restructuration d'une entreprise, pour en faire l'instrument d'une forme de « théorie de l'imprévision civiliste ».

Bien que le point ait été au cœur d'un débat doctrinal et jurisprudentiel, il semble aujourd'hui acquis qu'une ouverture de procédure est envisageable lorsque la structure de financement est de forme sociétaire. En effet, malgré les spécificités des entités *ad hoc*, elles répondent au critère d'éligibilité pour une ouverture « directe » fixée par le droit des procédures collectives. A l'inverse, lorsque les financements structurés s'appuient sur des entités *ad hoc* de forme non sociétaire, l'ouverture de procédure collective classique n'est pas envisageable.

B. L'éligibilité à la procédure collective de la structure de financement non sociétaire

229. L'éligibilité de la structure de financement non sociétaire aux procédures collectives. Comme nous l'avons déjà évoqué, le SPV est protéiforme. Parmi les nombreuses configurations envisageables, certaines sont particulièrement prisées en raison de leurs résistances à la faillite. Le fait de ne pas recourir à un véhicule sociétaire ne garantit pas nécessairement aux créanciers d'échapper au droit des procédures collective. En effet, l'article L620-2 du code de commerce n'est pas applicable uniquement aux sociétés mais « à toute personne morale de droit privé ». Comme nous l'avons déjà constaté en matière de financement structuré, il existe deux méthodes envisageables pour déroger au livre VI du Code de commerce:

- L'utilisation d'un véhicule bénéficiant d'une dérogation légale aux droits des procédures collectives, et

623 R. Dammann et G. Podeur, «L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives», Dr. et Pat, 2013, n°223, p.79.

624A. Bordenave, « Coeur Défense, épisode III : la revanche des débiteurs », Lexbase Hebdo. Ed. Affaires, 2012, n° 285.

625 N. Morelli, « Affaires Coeur Défense : le SPV est bel et bien une personne morale-presque-comme les autres », Rev. Sociétés, 2012, n°9, p. 523 et s.

- La mise en place d'un véhicule résistant à la faillite en raison de sa non-conformité aux exigences du Code de commerce. Cette configuration exploite les limites classiques du périmètre des procédures collectives.

L'utilisation d'un véhicule de financement pour échapper à la menace d'une procédure collective s'appuie donc sur les mécanismes classiques des financements structurés face aux procédures collectives.

230. Le bénéfice d'une dérogation légale aux droits des procédures collectives : le cas de la titrisation. La première possibilité, correspond à celle retenue en matière de société de titrisation. Cette stratégie consiste à s'appuyer sur une dérogation légale expresse. En l'espèce, l'article L214-179 du Code monétaire et financier qui affirme que « les dispositions du livre VI (...) du Code de commerce ne sont pas applicables aux sociétés de titrisation ». Un auteur⁶²⁶ souligne le caractère particulièrement fort de l'article qui rend inapplicable l'ensemble du droit des procédures collectives face à ce type de montage (ce qui inclue les procédures collectives tout comme les simples procédures amiables). Le caractère particulièrement radical de la méthode retenue par le législateur en matière de titrisation contraste avec l'approche adoptée sur d'autres matières comme celle des sociétés de crédit foncier. Ainsi l'article L.515-19 du Code monétaire et financier opère une série d'ajustements sur les règles applicables en cas d'ouverture d'une telle procédure à l'encontre d'une société de crédit foncier. A titre d'exemple, cette article prévoit notamment que « les créances résultant des dépôts effectués par la société de crédit foncier auprès d'établissements de crédit, sont affectées par priorité au service du paiement des obligations foncières ». Dans cette configuration, à aucun moment le droit des procédures collectives n'est rendu inapplicable, il est simplement adapté.

Si la volonté de faciliter le fonctionnement de la société de titrisation⁶²⁷ et d'assurer l'efficacité de la titrisation sont des objectifs louables, la méthode du rejet en bloc utilisée semble extrêmement radicale.

231. Le bénéfice d'une dérogation légale aux droits des procédures collectives : le cas de la fiducie. L'utilisation de la fiducie comme une alternative aux sociétés *ad hoc* est

626 F. Faure-Dauphin, « La société de titrisation », RTDF, 2008, n°3, p.88.

627 R. Dati, « Rapport relatif à l'ordonnance du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des FCC », 2008, Rapport au Président de la République, p. 9674. n° 8.

parfaitement envisageable⁶²⁸. Dans ce cas, la dérogation s'appuie alors sur l'article 2024 du Code civil qui prévoit que « l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire au profit du fiduciaire n'affecte pas le patrimoine fiduciaire ». Comme le souligne un praticien « si le fiduciaire connaît des difficultés financières et vient à faire l'objet d'une procédure collective au titre de son patrimoine propre, l'effet réel de cette procédure s'arrêtera aux frontières du patrimoine fiduciaire »⁶²⁹. Dans cette configuration, la banque prêteuse (ou le pool bancaire) pourrait faire l'acquisition de l'actif ou de l'ensemble d'actifs et, dans le même temps, en tant que constituant, l'apporter à une fiducie, en même temps que le passif lié à la dette d'acquisition.

L'intérêt de cette substitution est qu'à la différence du SPV classique, la fiducie ne peut pas être placée en procédure collective. Ces dérogations légales ne sont cependant pas le seul moyen d'écartier le risque d'une ouverture de procédure collective du véhicule de financement. Une seconde stratégie est envisageable. Elle consiste à s'appuyer sur un véhicule qui ne répond pas aux critères d'éligibilité à l'ouverture d'une procédure collective.

232. La mise en place d'un véhicule résistant à la faillite exploitant des limites de l'article L.620-2 du Code de commerce. La seconde possibilité envisageable consiste à s'appuyer sur des formes ne répondant pas aux exigences du Code de commerce⁶³⁰. Ainsi, dans de nombreuses configurations, l'ouverture de la procédure n'est pas envisageable du fait que la forme retenue pour structurer le SPV n'est pas une personne morale de droit privé. On retrouve notamment cette configuration lorsqu'un fond de titrisation est utilisé. En effet, l'article L.214-180 du Code monétaire et financier affirme « le fonds commun de titrisation est un organisme de titrisation constitué sous la forme de copropriété. Le fonds n'a pas la personnalité morale ». Or, comme le relève un auteur « en l'absence de personnalité morale, le fonds commun de titrisation ne peut faire l'objet d'une procédure collective »⁶³¹. Cette affirmation peut s'appuyer sur une jurisprudence constante dans le domaine⁶³². On se retrouve exposé à une problématique similaire lorsqu'un trust⁶³³ est utilisé comme véhicule.

628 B. Teston, « La fiducie, une alternative à la mise en place de sociétés *ad hoc* », *option finance*, 2010, n° 1086, p. 23 et s.

629 G. Podeur, « La procédure collective du fiduciaire : quelles protections pour le constituant et le bénéficiaire ? », *D*, 2014, n°29, p. 1653.

630 C. com. art. L.620-2 en matière de sauvegarde, C. com. art. L.631-2 en matière de redressement et C. com. art. L.640-2 en matière de liquidation.

631 X. de Kergommeaux., *Rép. Com. Titrisation (Organismes de)*, janvier 2014, n°43.

632 Voir par analogie le raisonnement tenu en matière de société créée de fait : *Cass. com.* 16 décembre 1975, n° 74-12085, note A. Honorat, *Rev. Sociétés*, 1976, p. 502.

633 L'institution du trust est reconnue en droit Français en vertu de la Convention du 1er juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance. Cette convention a été signée le 26 novembre 1991 par la France

Comme le souligne un auteur ⁶³⁴ « on pourrait imaginer recourir à une société sans personnalité morale pour jouer le rôle de holding de reprise ». Dans ce dernier cas, il conviendra d'être particulièrement vigilant au risque de responsabilité des *sponsors* de société en participation au visa de l'article 1872-1, al. 2 du Code civil. Il semble néanmoins envisageable de demander aux créanciers de renoncer à leurs recours contre les *sponsors*⁶³⁵. Comme nous l'avons évoqué précédemment une seconde possibilité est envisageable pour éviter l'ouverture d'une procédure collective contre le véhicule : l'exploitation des limites territoriales de la procédure collective.

233. La mise en place d'un véhicule résistant à la faillite exploitant des limites de l'article R600-1 du Code de commerce et de l'article 3 du Règlement n° 1346/2000.

Comme nous l'avons évoqué, une seconde solution envisageable pour empêcher l'ouverture d'une procédure collective française est de s'appuyer sur les limites territoriales⁶³⁶. Contrairement aux mécanismes légaux précédemment évoqués, le principal risque des financements structurés s'appuyant sur un agencement de SPV de droits étrangers est que le juge considère ces montages comme frauduleux. Lorsque ces mécanismes sont utilisés de façon ponctuelle sur certains actifs isolés, il reste envisageable de mettre en place une procédure collective efficiente sur le reste du patrimoine. En revanche, lorsque ces mécanismes portent sur un périmètre plus important, ils sont quasiment incompatibles avec les procédures d'insolvabilités.

234. Les risques liés à une utilisation intensive des véhicules résistant à la faillite. Un développement important des véhicules de financement résistants aux procédures collectives constituerait une menace majeure pour les procédures collectives. Les juridictions anglo-saxonnes⁶³⁷ connaissent certaines formes extrêmes de transferts d'actifs vers des SPV non soumis aux procédures collectives : la « whole business securisations ». Dans cette configuration, l'ensemble des flux liés à l'activité de la société sont transférés au fond de

et est entrée en vigueur le 1er janvier 1992.

634 M. Bourgeois-Bertrel, « De l'opportunité de recourir aux techniques dépourvues de la personnalité morale dans la perspective d'un LBO », *Dr. des soc.*, 2015, n°10, p. 7 et s.

635 Voir en ce sens « B. Un outil de modification du passif : la mise en place et la renonciation à recours » notamment sur la possibilité d'une renonciation à recours dans le cadre d'une société à responsabilité illimitée, p. 35.

636 Voir en ce sens « 2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective », p. 45.

637 D. Bendavid et P. Durand, « Motifs et enjeux de la diversification des actifs titrisés », *Banque mag.*, 2002, n°638, p. 27.

titrisation. Ce type d'opération est parfaitement envisageable en droit français⁶³⁸. Cette opération est réalisée en deux étapes, la première consiste à transférer les actifs d'une société à une société *ad hoc* et la seconde étape consiste à obtenir auprès d'une banque un prêt en faveur de la société *ad hoc* garanti par toutes les sûretés possibles, les créances seront ensuite titrisées. Il est notamment envisageable de « titriser » l'ensemble des créances commerciales, les produits issues des actifs clefs d'une société cible de l'acquisition⁶³⁹. Si on peut comprendre la nécessité d'offrir « une protection renforcée aux investisseurs »⁶⁴⁰, l'essor de ce type de montage est particulièrement inquiétant car il aboutit en cas de succès à transformer la procédure collective en une coquille vide.

Cette technique s'appuyant sur un SPV n'est pas la seule utilisée dans le cadre des financements structurés pour éviter que le créancier ne soit exposé à une faillite du débiteur. Lorsque le véhicule utilisé est potentiellement éligible à la faillite, de nombreuses clauses peuvent être ajoutées pour limiter l'exposition des créanciers à l'ouverture d'une procédure collective.

2§. L'influence des financements structurés sur l'ouverture d'une procédure collective

235. Les financements structurés encadrant la possibilité de solliciter l'ouverture d'une procédure collective. A nouveau, les financements structurés tentent de restreindre contractuellement les possibilités d'ouvertures. Ces restrictions contractuelles sont visibles tant face aux demandes d'ouverture de procédure collective « directe » (A), que dans le cadre de demandes d'extension de la procédure collective (B). Lorsque la structure de financement est éligible aux procédures collectives, seules certaines personnes ont qualité pour solliciter une ouverture « directe ». Face aux ouvertures « directes », l'une des stratégies classiques consiste à réduire le nombre des personnes habilitées à faire une demande d'ouverture. Par ailleurs, il conviendra de s'assurer de l'indépendance de la structure de financement afin de réduire le risque d'une extension de procédure.

A. Les financements structurés et ouverture directe de la procédure collective

236. La volonté du créancier d'échapper aux procédures collectives. Durant la période du financement, le créancier cherche à éviter d'être aux prises avec un débiteur soumis au

638 X. De Kergommeaux et P. Doat, « La titrisation whole business », RDBF, 2006, n° 4, p. 49.

639 E. Cartier-Million, « Titrisation et LBO », RDBF, 2006, n°4, p.56.

640 C. Com., art. L. 620-2 pour la sauvegarde, C. Com., art. L. 631-2 pour le redressement et C. Com. L. 640-2., art. pour la liquidation.

droit des faillites. Comme certains praticiens le soulignent, « l'objet de nombreuses dispositions des conventions de crédit est de permettre aux prêteurs d'exercer en théorie un contrôle des problèmes « en amont », avant que ceux-ci ne se matérialisent. »⁶⁴¹. Pour cela deux stratégies sont envisageables : la première est de tenter d'empêcher l'ouverture de la procédure collective et la seconde consiste à tenter de se faire rembourser avant l'ouverture de cette dernière. Le premier « modus operandi » est employé en matière de financement structuré pour limiter le risque d'ouverture d'une procédure collective. Il permet de réduire le nombre d'auteurs potentiels de la saisine. Le second consiste à faire de l'ouverture de la procédure collective un motif de remboursement anticipé, on parle dans cette deuxième configuration de clause « d'accélération ».

237. La validité d'une demande d'ouverture de procédure collective émanant du créancier junior. Comme nous l'avons étudié précédemment, les financements subordonnés confèrent aux prêteurs le statut de créanciers⁶⁴², et non celui d'associé. Le créancier peut donc, à ce titre, envisager de solliciter l'ouverture d'une sauvegarde, d'un redressement ou d'une liquidation judiciaire⁶⁴³. On relèvera cependant que de nombreux contrats comportent des clauses privant les créanciers juniors de ce droit⁶⁴⁴. Par ailleurs, certains contrats de financement adoptent une logique plus offensive. En plus de priver les créanciers de leurs facultés de provoquer certaines procédures collectives, ils entendent priver l'emprunteur de son droit à demander l'ouverture d'une procédure collective.

238. Le cas des clauses interdisant aux créanciers juniors de solliciter l'ouverture d'une procédure collective. Comme nous l'évoquions, il n'est pas rare de rencontrer des clauses où le créancier junior s'interdit de demander l'ouverture de la procédure collective. La validité de ce type d'engagement reste largement discutée en droit français. On peut légitimement se demander s'il est envisageable pour un créancier de renoncer à la faculté d'assignation du débiteur en redressement ou en liquidation judiciaire qui lui est offerte par les articles L 631-5 et L 640-5 du Code de commerce. Le législateur comme le juge encadrent la faculté du créancier à demander l'ouverture d'une procédure collective. Le législateur pose plusieurs conditions à la demande d'assignation du créancier (le créancier doit apporter la

641 G. Peigney et I. Renaudie, « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux « Mezzanine Providers » - Une approche par la dynamique existant entre les parties impliquées », RDBF, 2008, n° 3, p. 65 et s.

642 Voir en ce sens « B. Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé », p. 108.

643 C. Com., art. L. 621-7, C. Com., art. L. 631-5 et C. Com., art. L. 640-5.

644 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 146.

preuve de la cessation des paiements, la demande d'assignation en redressement est exclusive de toute autre demande...). Par ailleurs, le juge exige que l'assignation du créancier contienne l'indication des procédures ou voies d'exécution engagées pour le recouvrement de la créance sous peine d'une irrecevabilité de la demande qui devrait être relevée d'office⁶⁴⁵. La faculté offerte aux créanciers de solliciter l'ouverture de la procédure collective ne semble pas être un aspect clef de la philosophie actuelle des procédures collectives. On pourrait donc considérer que le créancier est en mesure de renoncer à cette faculté qui lui est offerte. Cette idée doit cependant être nuancée. Si le législateur comme le juge cherchent à éviter que l'assignation en redressement judiciaire ne soit utilisée comme en un moyen de pression sur le débiteur, il semble difficile de voir dans ces exigences une réelle hostilité envers cette faculté offerte au créancier. Il ne semble pas illégitime de soupçonner qu'une volonté de nuire anime le créancier qui déclenche une procédure collective avant même d'avoir exploité les autres voies possibles. De même qu'il ne semble pas aberrant de suspecter qu'une assignation en redressement introduite en même temps qu'une voie d'exécution ne soit utilisée comme un levier de négociation. Il semble que la volonté du législateur comme celle du juge ne soit pas d'empêcher l'exercice de cette faculté mais simplement d'éviter qu'elle ne soit instrumentalisée. Par ailleurs, malgré l'encadrement strict de la faculté offerte au créancier d'assigner son débiteur en redressement ou en liquidation judiciaire, cette possibilité est explicitement reconnue par le législateur comme par le juge. La question est donc de savoir si ce droit est d'ordre public, ou s'il est possible d'y renoncer conventionnellement.

239. L'ordre public et la faculté du créancier d'assigner en ouverture d'une procédure collective. Certains auteurs contestent la validité de ce type de clause, considérant notamment que le caractère d'ordre public de la procédure s'oppose à une neutralisation conventionnelle de cette dernière. Ainsi, comme l'explique le professeur SOINNE « on hésite à permettre au créancier de renoncer par avance à cette action. La procédure de redressement ou de liquidation est organisée dans l'intérêt général. On ne peut disposer que des droits dont on est seul titulaire dans son propre intérêt »⁶⁴⁶. Une position plus nuancée est parfois soutenue en doctrine considérant que la procédure collective est un outil dont l'objectif est de défendre les droits des créanciers relevant d'un simple ordre public de protection. L'un des objectifs de la procédure de redressement judiciaire n'est-il pas selon l'article L 631-1 du

645 Cass. com., 1er mars 2005, n° 03-12425; note FX. Lucas, RDBF, juillet 2005, n°4, p. 24 ; note JP. Legros, JCP E, juin 2005, n°24, p. 1024. ; note PM. Le corre, GP, juillet 2005, n°187, p. 13 ; note P. Roussel-Galle, JCP E, juillet 2005, n°29, p. 1223.

646 B. Soinne, *Traité des procédures collectives*, 2^{ème} éd, 1995, éd. Litec, p. 357.

Code de commerce « l'apurement du passif ». Ainsi un praticien considère que « si (...) la règle (permettant à un créancier de demander l'ouverture de la procédure collective) se rattache à l'ordre public, tout au plus s'agit-il d'un ordre public de protection »⁶⁴⁷. Cette position autoriserait comme nous l'avons déjà vu⁶⁴⁸ des dérogations conventionnelles. Cette analyse permettrait de conforter la théorie de la validité des clauses de renonciation à recours. Cette analyse consistant à considérer la procédure collective comme un simple catalyseur de l'apurement du passif semble cependant trop restrictive. Certes la procédure de redressement⁶⁴⁹ a comme objectif l'apurement du passif, mais cet objectif n'est pas le seul objectif. Il ne s'agit même pas de l'objectif principal de cette procédure puis la poursuite de l'activité économique et le maintien de l'emploi sont considérés comme prioritaires face à l'apurement du passif. Il semble que cette analyse soit, au mieux, valable dans le cadre de procédures dont l'objectif est purement liquidatif, cette dernière étant selon l'article L 640-1 du Code de commerce destinée « à mettre fin à l'activité ».

240. **L'enjeu pratique limité du débat.** En revanche le dernier argument souligné par ce praticien nous paraît pertinent. En effet bien que la validité des clauses interdisant aux créanciers juniors de demander l'ouverture de la procédure collective soit discutable, il semble difficile d'imaginer un scénario où le créancier junior aurait intérêt à déclencher la procédure. Comme le souligne cet auteur « la situation de créancier d'un débiteur in bonis est bien préférable à celle d'un créancier (...), dans le cadre d'une procédure collective. En d'autres termes, pourquoi un créancier subordonné irait-il demander l'ouverture d'une procédure collective ? ». En réalité, le plus souvent la demande d'ouverture émanera du débiteur lui-même. Le créancier ne pouvant a priori pas interdire l'ouverture de la procédure collective, il pourrait être tentant d'exiger le remboursement avant que cette ouverture ne l'affecte. Comme le relève un auteur, « les clauses (des conventions de financement des LBO) prévoyant que l'ouverture d'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire (...) constituent un cas de défaut déclenchant l'exigibilité anticipée de la dette. »⁶⁵⁰ sont courantes en matière de LBO. En revanche, il existe de nombreuses configurations où l'emprunteur aura intérêt (voire sera dans l'obligation) de solliciter l'ouverture d'une procédure collective ou amiable. Il convient donc de s'interroger sur la possibilité d'insérer

647 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34 et s.

648 Voir en ce sens « A. La renonciation à recours : source d'atteinte potentielle à l'égalité des créancier » p. 95.

649 La question de la renonciation d'un créancier au droit de demander l'ouverture d'une sauvegarde ne se pose, en effet la demande d'ouverture de la sauvegarde est une prérogative exclusive du débiteur.

650 A. Lienhard, *Procédures collectives*, 7^{ème} éd., 2017, Delmas, p. 274.

dans une convention de crédit, une clause interdisant à ce dernier de solliciter l'ouverture de ce type de procédure.

241. **Le cas des clauses interdisant à l'emprunteur de solliciter l'ouverture d'une procédure amiable ou collective.** En premier lieu, il est possible de s'interroger sur la possibilité pour une convention de crédit de fermer à l'emprunteur la faculté de solliciter l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Comme le rappellent certains auteurs « concernant l'ouverture des procédures de redressement ou de liquidation judiciaires, la validité de telles clauses est bien évidemment exclue »⁶⁵¹. Contrairement à la configuration évoquée plus haut d'un créancier s'interdisant de solliciter l'ouverture d'une procédure collective, l'interdiction touchant le débiteur se heurte à une obligation légale. En effet, l'article L.631-4 al. 1 du Code de commerce prévoit que « l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire doit être demandée par le débiteur au plus tard dans les quarante-cinq jours qui suivent la cessation des paiements ». Une obligation similaire est prévue en matière de liquidation judiciaire à l'article L.640-4 du Code de commerce. Il convient de relever que ces configurations ne sont pas les seules envisageables.

Lorsque la renonciation émane du débiteur, on peut envisager d'interdire l'ouverture de procédure amiable pour laquelle ce dernier est le seul à pouvoir initier une demande : les procédures amiables et la sauvegarde. Selon certains auteurs, ce type de clause risque aussi de se heurter à l'ordre public. Ces auteurs considèrent que, pour « l'ouverture de la sauvegarde, de prime abord, des doutes sont permis, mais, selon la loi, seul le débiteur peut en demander l'ouverture, et il semble qu'il s'agisse là d'une disposition d'ordre public »⁶⁵². A nouveau, il convient selon nous de nuancer cette position en rappelant que l'ordre public dont il s'agit pourrait être simplement de protection et non de direction. La renonciation serait alors envisageable.

Il convient de relever que l'argument de l'ordre public ne devrait pas jouer en face aux interdictions touchant des demandes d'ouverture d'un mandat *ad hoc* ou d'une conciliation. Comme le relèvent certains auteurs « l'argument d'ordre public des procédures collectives peut être discuté au moins parce que, sur le plan technique, ces deux instruments ne sont pas des procédures collectives »⁶⁵³. Ces mêmes auteurs considèrent néanmoins « qu'il paraît difficile de restreindre conventionnellement le droit du débiteur de recourir à ces instruments

651 A. Diesbecq et P. Roussel Galle, « La prévision et le droit des entreprises en difficulté », GP, 2010, n° 363-364, p. 8 et s.

652 A. Diesbecq et P. Roussel Galle, « La prévision et le droit des entreprises en difficulté », art. préc., p. 8 et s.

653 A. Diesbecq et P. Roussel Galle, « La prévision et le droit des entreprises en difficulté », art. préc., p. 8 et s.

au regard des textes qui lui accordent un monopole d'action ». Ce second argument paraît devoir être nuancé. En effet, comme nous l'avons évoqué « ce qui caractérise la renonciation à recours, c'est qu'elle émane de celui qui pourrait bénéficier du recours, par opposition en particulier aux clauses de non-responsabilité qui émanent du débiteur »⁶⁵⁴. Lorsqu'une convention de crédit prévoit une clause de renonciation touchant les procédures amiables, la renonciation émane donc du débiteur. En tant que seul titulaire de l'action, il est seul à pouvoir renoncer à agir. Dans la mesure où le débiteur consent à la renonciation, il semble difficile de considérer que celle-ci ne serait pas valable. Le mandat comme la conciliation ne peuvent provenir que de la volonté du débiteur, il semble envisageable de supprimer cette faculté qui lui est offerte par la loi. Cette suppression semble d'autant plus envisageable que le débiteur ne renonce qu'à une prérogative parmi d'autres (le débiteur reste en mesure de solliciter l'ouverture d'une procédure collective).

242. Les clauses permettant aux créanciers juniors de solliciter l'exigibilité anticipée de leurs créances en cas d'ouverture d'une procédure collective : le droit « d'accélérer ».

Comme le souligne une praticienne « les conventions de crédit LBO ont été dans une grande majorité rédigées sur la base de modèles LMA (*Loan Market Association*) »⁶⁵⁵. La rédaction de la convention de crédit sur ce modèle anglo-saxon ayant pour vertu de faciliter une éventuelle syndication ou une cession de créance. Cette influence anglo-saxonne entraîne parfois la mise en place de clause dont la compatibilité avec le droit français est sujet à discussion. La pratique en matière de contrat de crédit issu de financement structuré est de prévoir qu'en cas d'événements précisément répertoriés, il sera possible d'exiger un remboursement anticipé. On parle de cas d'exigibilité anticipée potentiel (ou « potential event of default ») ou avéré (ou « default event »). Seule la seconde catégorie ouvre au prêteur le droit d'accélérer. Les cas d'exigibilités avérées prévus sont variés : défaut de paiement, non respects des ratios financiers, manquement à une obligation ou un engagement, procédures collectives (au sens large). Nous étudierons successivement deux cas d'accélération courants en pratique. Le premier est fondé sur l'ouverture d'une procédure collective et le second est celui fondé sur l'ouverture d'une procédure amiable (conciliation ou mandat *ad hoc*).

654 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34 ; Voir dans le même sens P. Delebecque, « Les renonciations à recours », mélange P. Simler, 2006, Litec-Dalloz, p. 564.

655 D. Caramalli, « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », D., 2013, p. 451 et s.

243. **Les clauses d'accélération en cas d'ouverture de procédure collective et les articles L. 622-29 et L. 631-14 du Code de commerce.** Les clauses permettant l'accélération en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde ou de redressement sont en contradiction avec la règle interdisant la déchéance du terme en raison de l'ouverture de ces procédures. Cette règle est consacrée en matière de sauvegarde par l'article L. 622-29 du Code de commerce qui affirme que « le jugement d'ouverture ne rend pas exigibles les créances non échues à la date de son prononcé. Toute clause contraire est réputée non écrite ». En matière de redressement, on s'appuiera sur l'art. L. 631-14, al. 1^{er} qui procède à un renvoi à L. 622-29 du Code de commerce. Ces dispositions sont notamment applicables à « l'obligation de remboursement anticipé qui sanctionne l'éventuelle violation d'une clause de garantie »⁶⁵⁶. On relèvera par ailleurs que selon le Code de commerce une clause contractuelle ne peut pas prévoir une « résiliation ou résolution d'un contrat en cours (...) du seul fait de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde »⁶⁵⁷. Une partie de la doctrine s'appuyant sur les textes précités soutient que « les clauses contractuelles stipulant que l'ouverture d'une sauvegarde ou d'un redressement judiciaire constituent un cas de défaut entraînant l'exigibilité anticipée de l'emprunt ne sont pas valides en droit français »⁶⁵⁸. Un praticien explique « il est (...) généralement prévu que la faillite, l'entrée dans une procédure de redressement judiciaire soient des cas d'exigibilités anticipée à l'instar des clauses prévues dans les contrats de droit anglais ; une tel clause risquerait d'être annulée par un juge (...) mais elle est généralement maintenue dans les conditions du contrat de crédit afin de donner un document correspondant aux standards de marché sur le plan international »⁶⁵⁹. Cette configuration amène néanmoins les praticiens à « émettre une réserve dans la lettre d'opinion (...) sur la validité d'une telle clause ». Au regard de la clarté des textes sur le sujet, cette analyse semble difficilement discutable. On pourrait en revanche être plus hésitant lorsque le déclenchement de l'exigibilité n'est pas lié directement à l'ouverture de la procédure collective, mais à des événements qui la précède comme la cessation des paiements ou des impayés.

244. **L'interprétation jurisprudentielle large des articles L. 622-29 et L. 631-14 du Code de commerce et des clauses d'accélération.** La Chambre commerciale de la Cour de

656 E. Cevaër et P-E Perrot « L'EIRL et les sûretés négatives - Un vin nouveau pour de vieilles outres », JCP. E, 2011, n° 23, p.46.

657 C. Com., art. L. 622-13.

658 D. Caramalli, « Entreprises en difficulté : la question de la validité des clauses de remboursement anticipé », LPA, 2009, n°58, p. 3 et s.

659 P. Ligniere et A-M. Toledo, *Financement de projet*, 2002, édition Joly, p. 103.

cassation a clairement affirmé dans un arrêt rendu le 21 Février 2012⁶⁶⁰, une interprétation large de l'article L. 622-29 et L. 631-14 du Code de commerce. La Cour affirme dans cet arrêt que « toute clause liant directement ou indirectement la déchéance du terme d'une créance à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire est réputée non écrite. Tel est le cas d'une clause du contrat de prêt qui lie la déchéance du terme à la survenance de la cessation des paiements de l'un des co-emprunteurs ». Les praticiens doivent donc rédiger les clauses d'accélération en veillant à ne pas décrire une situation qui serait trop proche de celle d'une cessation des paiements ou de difficultés de nature à justifier l'ouverture d'une sauvegarde. On relèvera que la jurisprudence⁶⁶¹ distingue le non-paiement et la cessation de paiement. La jurisprudence considère donc qu'il est possible de solliciter la déchéance du terme à raison du non-paiement des échéances du prêt⁶⁶². En désignant une situation proche de celle d'une procédure collective, le créancier prend le risque de voir considérer cette clause comme non-écrite. Les créanciers peuvent donc être tentés d'anticiper la procédure collective et de prévoir un droit à « accélération » utilisable dès l'ouverture d'une procédure amiable.

245. Les clauses d'accélération en cas d'ouverture de mandat *ad hoc* ou de conciliation. A nouveau, l'enjeu de la confrontation entre financement structuré et le droit de l'insolvabilité est majeur pour l'efficacité du droit des entreprises en difficulté. En effet, reconnaître la validité de la clause de déchéance du terme d'un contrat de prêt en raison de l'ouverture d'un mandat *ad hoc* ou d'une conciliation, ferait perdre à ces deux mécanismes une grande part de leurs attractivités. On peut aisément comprendre qu'un débiteur souhaitant entamer un dialogue avec ses créanciers, n'entend pas pour autant prendre le risque de voir certains banquiers quitter la table des négociations et simultanément réclamer l'intégralité de leurs dettes devenues exigibles par l'ouverture de la procédure amiable. Malheureusement, comme le souligne une praticienne « ni la loi ni le règlement ne prévoient (...) en cas d'ouverture d'un mandat *ad hoc* ou d'une conciliation (...) l'absence de déchéance du terme »⁶⁶³. On pourrait être tenté de s'appuyer sur l'article L. 611-16 du Code de commerce né de l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014. Cet article affirme qu'« est réputée non écrite toute clause (...) diminuant les droits ou en aggravant les obligations du débiteur du

660 Cass. Com. 21 février 2012, n° 11-30077, Note. FX Lucas, D., septembre 2012, n°33, p. 2196 ; note S. Reifergeste, GP, juin 2012, n°153, p. 37 ; note L.C Henry, Rev. Sociétés, juin 2012, n°6, p. 399.

661 Cass.Com. 27 avril 1993, n° 91-16470, Cass. com., 23 janvier 2001, n° 98-14934, Cass. com. 5 mai 2015, n° 14-11381, note F-X Lucas, LEDEN, juin 2015, n°6, p. 2 et s. Voir aussi sur le sujet C. Lebel, « Distinction entre le refus de payer et la cessation des paiements », Droit rural, novembre 2009, n° 377, p. 44 et s.

662 Cass. com., 12 juin 2001, n° 97-12596.

663 D. Caramalli, « Entreprises en difficulté : la question de la validité des clauses de remboursement anticipé », LPA, 2009, n°58, p. 3 et s.

seul fait de la désignation d'un mandataire *ad hoc* (...) ou de l'ouverture d'une procédure de conciliation (...) ou d'une demande formée à cette fin. ». Cette nouveauté devrait selon un auteur pouvoir s'appliquer à la « clause d'exigibilité anticipée d'un prêt »⁶⁶⁴. On relèvera cependant que cette nouveauté n'est applicable qu'aux modifications « des conditions de poursuite d'un contrat en cours ». Or une jurisprudence constante⁶⁶⁵ affirme clairement que le contrat de prêt n'est pas un contrat en cours. Cette analyse est partagée par des auteurs qui relèvent que « texte vise les contrats en cours, or si l'on transpose la définition dégagée par la jurisprudence en procédure collective et que l'on prend l'exemple du contrat de prêt, celui-ci est rarement en cours au jour du jugement d'ouverture. Il pourrait donc en être déduit qu'une clause contenue dans un tel contrat n'est pas visée par le dispositif »⁶⁶⁶. Ces mêmes auteurs refusent néanmoins d'écarter les contrats de prêts du périmètre du nouveau texte considérant qu'avec cette lecture « le nouveau dispositif serait en grande partie vidé de son utilité ». En pratique, il semble qu'en application d'une règle de place, la majorité des banquiers s'interdisent d'accélérer les crédits en cas d'ouverture d'un mandat *ad hoc* ou d'une conciliation. Si on ne peut que saluer la volonté du législateur de limiter ses ingérences dans les règles de deux institutions (mandat *ad hoc* et conciliation) dont le succès s'explique largement par leurs souplesses contractuelles, on ne peut cependant que regretter que le législateur n'ait pas expressément prévu de texte équivalent à l'article L. 622-29 du Code de commerce. Un risque existe pour le débiteur et l'éventuel conciliateur ou mandataire de se retrouver démunis face à un créancier qui, au début des négociations, déciderait d'accélérer. On relèvera qu'il sera toujours envisageable de s'appuyer sur le droit commun et notamment l'article 1244-1 du Code civil. Une praticienne suggère d'ailleurs « qu'il serait bienvenu de rendre invalides les clauses contractuelles qui stipulent que l'ouverture d'une procédure de mandat *ad hoc* ou de conciliation constitue un cas de défaut susceptible d'entraîner l'exigibilité anticipée de la dette »⁶⁶⁷.

Le créancier issu des financements structurés n'est pas en mesure d'empêcher l'ouverture directe d'une procédure collective en s'appuyant sur de simples stipulations contractuelles. Pour empêcher cette ouverture, il doit s'appuyer sur une entité *ad hoc* adaptée. Pour autant, même en mettant en place une entité *ad hoc*, le créancier peut craindre que le

664 C. Saint-Alary-Houin, *Droit des entreprises en difficulté*, 10^{ème} éd., 2016, LGDJ, p.201.

665 « Un contrat de prêt n'est pas un contrat en cours au sens de l'art. 37 (devenu C. Com., art. L.622-13.) », Cass. Com. 14 décembre 1993, n°92-11647 ; note M. Cabrillac et P. Pétel, JCP E, septembre 1993, n°37, p. 277.

666 F. Pérochon et P. Roussel Galle, « Le mandat *ad hoc* et la conciliation ; Note sous Ord.numéro 2014-326 du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives », GP, 2014, n°365-3, p. 4.

667 D. Caramalli, « Droit des entreprises en difficulté : quelques suggestions d'amélioration », D., 2013, n°36, p. 2418.

fragile cloisonnement qu'il a mis en place ne soit remis en cause dans le cadre d'une extension de procédure. A nouveau, le créancier vigilant sera tenté de s'assurer de l'efficience du véhicule mis en place face à ce risque. Il existe ainsi une série de clauses qui lui permettront de limiter ce risque.

B. Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective

246. **L'enjeu de l'extension de la procédure collective dans le cadre d'un financement structuré.** Nous avons constaté qu'une large partie des financements structurés a pour objectifs de permettre aux créanciers de tenir une partie de l'actif à l'écart de la procédure collective. La confusion de patrimoine remet purement et simplement en cause la redistribution organisée par les créanciers issus des financements structurés. L'image proposée par le professeur MATTOU de « l'épouvantail (...) la confusion de patrimoine »⁶⁶⁸ semble particulièrement appropriée en matière de financement structuré. Un praticien souligne que « la survenance d'une confusion de patrimoines a des conséquences radicales sur l'appréciation qu'un prêteur peut avoir du patrimoine d'un débiteur puisqu'une telle confusion remet en cause les frontières de ce patrimoine. Cette procédure « aboutit à abattre des cloisons juridiques conçues comme étant des cloisons étanches »⁶⁶⁹. Cette notion doit donc être bien maîtrisée, notamment dans le cadre des financements structurés, où « le cantonnement d'actifs constitue l'une des clés de voûte de la logique de crédit »⁶⁷⁰. Nous étudierons successivement ce risque face aux financements structurés reposant sur une entité *ad hoc* de type sociétaire classique puis face à des véhicules plus complexes.

247. **Le risque d'extension de procédure dans le cadre de structure de financement s'appuyant sur une entité *ad hoc* sociétaire.** L'un des risques majeurs pour les montages s'appuyant sur un SPV est l'extension de procédure qui permet malgré l'autonomie juridique de l'entité *ad hoc* d'inclure les biens convoités dans la procédure collective. On relèvera que sur cet aspect le droit français n'est pas un système juridique isolé. Le droit américain lutte contre les montages en s'appuyant sur des mécanismes proches de celui de la confusion de patrimoine.

668 J-P Mattout, « endettement et financements de l'entreprise ... aux groupes de sociétés », Colloque CCIP, Décembre 1998, « De l'endettement au surendettement des entreprises : Des réalités financières aux contraintes juridiques », p.7.

669 M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *Droit des sociétés*, 29^{ème} éd., 2016, Lexisnexis, p. 808.

670 G. Benteux, « Financements structurés et confusion de patrimoines », *option finance*, 2012, n°1190, p.31.

248. **Le risque d'extension face aux financements structurés de procédure en droit américain.** Une menace similaire existe en droit américain dans le cadre du mécanisme de « Substantive Consolidation ». Ce mécanisme prétorien⁶⁷¹ a pour « objet de substituer à plusieurs entités d'un même groupe, jouissant d'un patrimoine et de créanciers propres, un seul et unique débiteur disposant d'un patrimoine consolidé composé des actifs et passifs de chacune de ces entités »⁶⁷². Comme souligne cet auteur « le mécanisme de substantive consolidation est utile notamment parce qu'il permet de sanctionner, (...) l'utilisation abusive de la personnalité morale ». En cela, ce procédé est un outil précieux permettant de lutter contre les excès des financements structurés.

249. **Le risque d'extension face aux financements structurés de procédure en droit français.** Le législateur français s'inscrit dans une logique similaire en permettant d'étendre les effets d'une procédure collective à « une ou plusieurs autres personnes ». Le principe de la confusion de patrimoine est, en raison même de ses effets, « la négation de la personnalité morale »⁶⁷³. C'est donc logiquement que ce mécanisme pourra être utilisé comme une réponse à une exploitation jugée abusive des limites réelles de la procédure collective. Comme toutes exceptions à la règle de la personnalité juridique, cette possibilité est rigoureusement encadrée. Les liens entre les sociétés ne suffisent pas à justifier l'extension de procédure. Conformément aux exigences de l'article L. 621-2 du Code de commerce il existe deux cas dans lesquels il est possible de prononcer une extension de procédure collective : la confusion des patrimoines et la « fictivité ». Nous évaluerons successivement les risques d'extension de la procédure collective en cas de confusion de patrimoine et en cas de fictivité face à un SPV issu d'un financement structuré.

250. **La mise en place d'une entité *ad hoc* et le risque d'une confusion des patrimoines.** La confusion de patrimoines existe lorsque l'on établit une confusion des comptes, ou dans le cas de relations financières anormales. Les juges analysent « in concreto » cette confusion des patrimoines. Comme nous l'avons évoqué, la structuration d'une entité *ad hoc* s'accompagne souvent de la mise en place de clauses de séparation, dont l'un des objectifs premier est de limiter le risque de relations financières anormales. En matière de financements structurés, les flux de la société opérationnelle sont souvent utilisés pour permettre de rembourser l'emprunt

671 Affaire *Sampsell v. Imperial Paper & Color Corp.*, Supreme court, 313 U.S. 215 (1941).

672 X. Vamparys, « Extension de la procédure collective aux sociétés d'un groupe et droit de la faillite aux États-Unis : la substantive consolidation. », BJS, 2006, n° 4, p. 437 et s.

673 Z. Sekfali, *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque, p. 71.

né de l'acquisition de l'actif. La limite de ce type de contrat étant l'abus de bien social pour les sociétés « in bonis ». La notion de relation financière est interprétée par la jurisprudence de façon stricte. Comme le souligne un auteur « la jurisprudence a réservé la notion de confusion de patrimoines à des cas particulièrement caractérisés, appréciés avec sévérité, tout particulièrement en matière de flux financiers anormaux puisque doit alors être mise en évidence une volonté systématique de créer la confusion »⁶⁷⁴. Certaines conventions courantes⁶⁷⁵ dans le cadre de LBO, comme celle de cash pool ou celles régissant les frais de management ne suffisent pas à elles seules à établir des liens anormaux. Ce point a notamment été rappelé dans le cadre d'un arrêt rendu par la Chambre commerciale de la Cour de cassation le 19 avril 2005 qui précisait que « l'existence de relations financières anormales ne peut être déduite de conventions de gestion, de trésorerie et de change, de l'échange de personnel et de l'avance de fonds entre la société mère et la fille »⁶⁷⁶. La Cour de cassation rappelle régulièrement que des « contributions financières au profit de la société-mère »⁶⁷⁷ provenant de la fille ne suffisent pas à eux seules à justifier une extension de procédure.

Si les cas d'extension sont rares, il convient notamment dans les montages où la dette d'acquisition ou de construction est logée dans un patrimoine autre que celui de la société d'exploitation⁶⁷⁸ d'être vigilant sur ce risque. Le flux financier ne peut être considéré comme anormal que s'il n'est pas justifié économiquement. Il est donc nécessaire de s'assurer que le flux de trésorerie remonté à la société de financement constitue une rémunération équitable de la mise à disposition de l'actif. Comme l'explique un auteur, « des relations financières anormales pourront évidemment être retenues en présence de facturations avec des marges excessives ou de prêts sans contrepartie, c'est-à-dire sans intérêt ou avec un intérêt insuffisant »⁶⁷⁹. La jurisprudence s'est ainsi prononcée en faveur de l'extension de procédure lorsqu'une SCI avait capté une part importante des ressources de la société d'exploitation afin

674 G. Benteux « Financements structurés et confusion de patrimoines », *option finance*, 2012, n°1190, p.31.

675 M. Bertrel, « L'activation de la holding de reprise dans un LBO », *RTDF*, 2011, n°4, p.185 et s.

676 Cass. com., 19 avril 2005, n° 05-10094, note C. Champaud et D. Danet, *RTD. Com.*, Juillet 2005, n°3, p. 541 ; note P. Pétel, *JCP E*, septembre 2005, n°36, p. 1421 ; note J. Marotte et D. Robine, *Rev. Société*, octobre 2005, n°4, p. 897 ; note C. Lebel, *GP*, novembre 2005, n°308, p. 3 ; note O. Bouru et M. Menjucq, *JCP G*, juin 2005, n°26, p. 1241.

677 Cass. com., 16 septembre 2014, n° 13-24161, note L.C Henry, *Rev. Société*, mars 2015, n°3, p. 202 ; note B. Rolland, *Procédures*, mars 2015, n° 3, p. 32 ; note A Cerati-Gauthier, *RLDA*, mars 2015, n°102, p. 10 ; note JP Legros, *Dr. des sociétés*, juillet 2015, n°7, p. 37 ; note N. Morelli, *Rev. Société*, juillet 2015, n°7, p. 433 et s. ; MH. Monsérié-Bon, *Dr. et patr.*, septembre 2015, n°250, p. 92 ; note P.M Le Corre, *D.*, octobre 2015, n°34, p. 1970.

678 Voir à titre d'exemple de ce type de montage le cas du projet Disneyland présenté en introduction de la présente étude p. 13.

679 Cass. com., 19 avril 2005, n° 05-10094, note C. Champaud et D. Danet, *RTD. Com.*, Juillet 2005, n°3, p. 541 ; note P. Pétel, *JCP E*, septembre 2005, n°36, p. 1421 ; note J. Marotte et D. Robine, *Rev. Société*, octobre 2005, n°4, p. 897 ; note C. Lebel, *GP*, novembre 2005, n°308, p. 3 ; note O. Bouru et M. Menjucq, *JCP G*, juin 2005, n°26, p. 1241.

de constituer son patrimoine immobilier⁶⁸⁰. Dans le cas d'espèce, cette captation avait été caractérisée notamment par le versement d'un dépôt de garantie très important (plus de deux ans de loyers), le versement d'un loyer « exorbitant » destiné au paiement des échéances de l'emprunt et financé des travaux. Cette règle ne devrait en revanche pas s'appliquer dans les configurations de prêts in fine où le SPV ne percevrait pas de loyer de la société d'exploitation jusqu'au jour du remboursement (sauf dans le cas d'intérêts exorbitants). En effet, l'extension n'est possible que lorsque les relations anormales sont intervenues au détriment d'une personne soumise à une procédure collective. Si la société d'exploitation tire avantage du caractère anormal de la relation, l'extension au SPV de la procédure ouverte contre la société d'exploitation n'est pas envisageable. Certains praticiens résument en expliquant que les règles qui doivent régir la vie du social du SPV et « sa gestion quotidienne ne doit pas entraîner une confusion de son patrimoine avec celui de son actionnaire majoritaire »⁶⁸¹.

Dans un contexte de financement structuré s'appuyant sur un SPV, les relations financières anormales semblent difficiles à établir. L'administrateur pourrait donc être tenté de considérer le SPV comme fictif notamment pour pouvoir capter les actifs financés.

251. La mise en place d'une entité *ad hoc* et fictivité. La société fictive est traditionnellement définie comme le produit d'une simulation (voire parfois d'une fraude). Un auteur présente la société fictive⁶⁸² comme une « apparence sans réalité ». Cet auteur rappelle que la notion de fictivité s'apprécie le plus souvent au regard d'un critère « organique » (identité des dirigeants, associés...) et d'un critère « fonctionnel », selon la réalité occultée.

Le SPV a vocation à détenir certains actifs et passifs isolés du patrimoine du cédant, cette exigence rend incompatible le statut de SPV et celui de société fictive⁶⁸³. La requalification du SPV en société fictive aboutit à rendre inefficace le montage. En effet dans cette configuration, les actionnaires du SPV perdent les bénéfices du cloisonnement patrimonial qu'ils recherchaient⁶⁸⁴. Pour certains montages issus des financements structurés ne sont pas éloignés d'un des cas traditionnels de fictivité : la création d'une société supportée

680 Cass. Com. 1^{er} octobre 1997, n°95-11210, note JJ. Daigre, BJS, décembre 1997, n°12, p. 1089.

681 X. de Kergommeaux et C. Van Gallebaert, « La titrisation d'actifs immobiliers », BJB, 2002, n° 3, p. 181.

682 P. Rouast-Bertier, « Société fictive et simulation », Rev. Sociétés, 1993, n°4, p. 725.

683 Cass. Com. 28 novembre 1989, n° 88-16082, A. Maymont et H. Causse, « L'abus de personnalité morale », J. sociétés, 2011, n°86, p. 35.

684 « En droit français, personnalité et patrimoine sont intimement liés (...) la personnalité de la société peut être affectée lorsque le voile sociétaire est écarté, la société n'étant en réalité qu'une façade, qu'un simulacre, à tout dire, de société ; en résumé, une société fictive. », D. Poracchia, « éléments constitutifs de la société et personnalité morale », Dr. et patr., 2009, n°181, p. 97 et s.

par une volonté d'occulter l'activité exclusive d'un maître de l'affaire⁶⁸⁵. Les entités *ad hoc*, supports de ce type de montage, présentent un risque fort de requalification en société fictive. Comme le soulignent certains praticiens, « une entité *ad hoc* sera réputée fictive si la personne morale ne constitue qu'une apparence trompeuse et n'a pas de réalité propre »⁶⁸⁶. Ce risque est particulièrement important dans le cadre d'un montage courant en matière de financements structurés maritimes : les *singles ship compagnies*. Ces structures permettent via « l'interposition de personnes morales d'assurer l'étanchéité des fractions patrimoniales de l'armateur (...). Un armateur qui aurait constitué une ou plusieurs holding pour répartir et gérer sa flotte à travers autant de sociétés qu'il possède de navire, ne devrait pas être inquiet pour l'ensemble de sa flotte lorsqu'une de ses *singles ship compagnies* est largement débitrice»⁶⁸⁷. Cette pratique s'appuie sur les limites réelles du droit de saisie et sur certaines règles spécifiques aux saisies de navires⁶⁸⁸. Pourtant comme le relève le professeur DOM « la pratique jurisprudentielle française tend à percer les cloisons des personnes morales afin de torpiller, dans l'intérêt des créanciers, l'ensemble du patrimoine de l'armateur »⁶⁸⁹. Pour illustrer ce risque on pourra se référer à l'arrêt de la Chambre commerciale du 14 juin 2016, dans lequel l'entité *ad hoc* pivot d'un financement maritime avait été requalifiée en société fictive⁶⁹⁰. Comme le relève le professeur ROHART⁶⁹¹, la jurisprudence a parfois présumé la fictivité de certains financements maritimes. Une juridiction du fond⁶⁹² a ainsi considéré qu'une *single ship company* était fictive en considérant simplement « que l'on se trouve bien en présence d'un véritable montage juridique destiné à égarer les éventuels créanciers de ces compagnies de papier ». Cette présomption de fictivité des *singles ship compagnies*, est cependant refusée par la Cour de cassation⁶⁹³. Comme le souligne le professeur DOM il faut éviter « l'amalgame systématique par le truchement (...) de la fictivité, entre montage par

685 A. Martin-Serf, JCl. Sociétés, fasc. 1002, Constitution de la société : consentement des parties sociétés fictives et frauduleuses, décembre 2011.

686 X. de Kergommeaux et C. Van Gallebaert, « La titrisation d'actifs immobiliers », BJB, 2002, n° 3, p. 181.

687 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux 1, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly, p. 389.

688 « tout Demandeur peut saisir soit le navire auquel la créance se rapporte, soit tout autre navire appartenant à celui qui était, au moment où est née la créance maritime, propriétaire du navire auquel cette créance se rapporte (...) Des navires seront réputés avoir le même propriétaire lorsque toutes les parts de propriété appartiendront à une même ou aux mêmes personnes. », Convention Bruxelles, 10 mai 1952, pour l'unification de certaines règles sur la saisie conservatoire des navires de mer, art. 3.

689 J.-Ph. Dom, *Les montages en droit des sociétés*, op. cit., spéc., p. 389.

690 Cass. Com. 14 juin 2016, n° 14-18671 ; T. Vincent, « La *single ship company* fictive », Rev. Sociétés, 2017, n°2, p. 81 et s.

691 J.-S. Rohart, « Faut-il se méfier de l'apparence ? La saisie conservatoire des navires apparentés », DMF, 1988, p. 499 et s.

692 T. Com, Saint Nazaire, 31 Octobre 1985, citée par J.-S. Rohart, « Faut-il se méfier de l'apparence ? La saisie conservatoire des navires apparentés », art. préc. spéc., p. 506.

693 Cass. Com. 15 novembre 1994, n° 92-19155.

interposition de personnes morales et confusion du patrimoine ». Si SPV et société fictive partagent la même absence d'activité économique, le SPV se distingue par la forte spécialisation et l'indépendance qui le caractérise dans ses rapports avec le cédant. La structuration du SPV, notamment l'indépendance dont doit bénéficier le SPV vis-à-vis de ses *sponsors*, doit permettre de limiter ce risque. Bien que certains auteurs⁶⁹⁴ aient pu discuter l'autonomie des SPV et la validité du montage, il semble aujourd'hui acquis qu'une forme d'autonomie est un prérequis dans la création comme dans la gestion du véhicule de financements. L'autonomie qui caractérise un SPV doit permettre de le distinguer clairement d'une société fictive. Les financements structurés français étant largement influencés par les pratiques américaines, nous présenterons successivement l'acceptation américaine puis française de l'indépendance du véhicule.

252. L'analyse du droit américain de la notion d'indépendance du SPV. La doctrine américaine affirme la nécessité d'indépendance du SPV⁶⁹⁵, afin de limiter les risques de « substantive consolidation » et de « corporate veil piercing ». Le terme « indépendance » ne doit pas être entendu comme la faculté du SPV d'échapper à toute forme d'influence de ses actionnaires, mais comme la capacité de constituer une entité distincte et autonome des membres qui la composent. Les praticiens affirment que « les relations du SPV avec les autres entités doivent être structurées de façon à assurer l'indépendance de l'entité *ad hoc* »⁶⁹⁶. Ces praticiens américains établissent un faisceau d'éléments visant à garantir la réalité de l'indépendance du SPV tant sur le fond (gestion directe de ses dettes, détention de tous les biens nécessaires pour réaliser le projet,...) que sur la forme (publicité sur l'indépendance du SPV, documents comptables distincts de ceux des actionnaires des projets,...). La mise en place de ces éléments est affichée comme une réponse aux critères de « substantive consolidation » mis en avant par la jurisprudence⁶⁹⁷. A l'image du droit américain, c'est la volonté de limiter le risque de propagation de la faillite de l'actionnaire envers le SPV qui a amené les praticiens français à mettre en place des mécanismes assurant l'indépendance des personnes morales⁶⁹⁸. Comme le relèvent certains auteurs, « la pratique, poussée par les

694 J. Terray, «Les composantes juridiques du financement de projet», MTF, 1992, n°42, p.22.

695 S.J. Lubben, « Beyond True Sales - Securitization and Chapter 11 », mai 2004, NYU Journal of Law & Business, p. 1.

696 S. Bernstein et les membres du "Committee on Bankruptcy of the Association of NYC", «Structured financing techniques» »,1995, The Business Lawyer, n° 2 , p 533.

697 Affaire Owens Corning, United States Court of Appeals, 2005, N° 419 F.3d 195; Affaire LTV steel, United States Bankruptcy Court, N.D. Ohio, 2000, co n° 00-43866.

698 F. Huguenin, « Financements Structurés et Opérations de LBO : De l'analyse financière consolidée à la confusion des patrimoines ? », Décideurs Juridiques et Financiers, 2003, n° 47, p. 20.

agences de notation, a dégagé les critères juridiques, financiers et organisationnels devant être mis en œuvre pour aboutir à cette séparation »⁶⁹⁹.

253. L'analyse du droit français de la notion d'indépendance. Conformément à la jurisprudence classique⁷⁰⁰, le SPV sera passé au crible du faisceau d'indices (existence d'apports, présence de *l'affectio societatis*, fonctionnement de la société...) afin de déterminer s'il constitue une société réelle ou fictive. Il est donc crucial en matière de financements structurés de « soigner les apparences »⁷⁰¹ notamment comptables et juridiques pour limiter le risque d'extension, notamment en évitant que la dénomination du véhicule ne reprenne celle du cédant ou d'avoir des dirigeants communs⁷⁰². Un praticien souligne qu'« il convient donc de s'assurer notamment que l'entité *ad hoc* aura une comptabilité propre régulièrement tenue, qu'elle aura un capital social et un objet propres, une activité effective et une autonomie de gestion afin de justifier son existence »⁷⁰³. On peut ajouter à cette liste d'autres éléments attestant du fonctionnement réel de la société comme la tenue régulière des assemblés généraux. Lorsque le montage de financement est bien structuré, il sera en tout état de cause difficile d'étendre à une entité *ad hoc* une procédure collective ouverte contre son actionnaire. La jurisprudence⁷⁰⁴ a déjà statué sur la validité de la création d'une société holding ayant pour seule fonction de contrôler une filiale unique. Sous réserve des exigences classiques en matière de constitution de société (notamment les apports et *l'affectio societatis*), la holding ne sera nullement considérée comme une société fictive. Le risque d'extension de procédure dans le cas de financement structuré s'appuyant sur des entités *ad hoc* de droit français est limité. Ce risque est encore plus faible lorsque le financement s'appuie sur une entité *ad hoc* plus complexe.

254. Le risque de confusion de patrimoine et les entités *ad hoc* complexes. Il convient d'évoquer les problématiques d'extension de procédure face à des entités *ad hoc* dites complexes, notamment celles s'appuyant sur des entités non sociétaires et celles s'appuyant

699 H. Touraine, « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131 et s.

700 Cass. Com. 22 Juin 1999, n° 98-13611, note : A. Constantin, Rev. Société, octobre 1999, n°4, p. 824 ; A. Couret, BJS, octobre 1999, n°10, p. 978 et s. ; M. Menjucq, JCP G, mars 2000, n° 10, p. 417.

701 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, 2013, n° 3, p. 84 et s.

702 M.A. Broude, M.A. Cantor, D.F. Dunne, M. Luskin, J. Marcus et H.A.S. Trust, « Not So Remote After All: Bankruptcies of So-Called « Bankruptcy Remote » Special Purpose Entities and Other Structured Vehicles », 2012, American Bankruptcy Institute, Conférence annuelle, p. 476.

703 X. de Kergommeaux et C. Van Gallebaert, « La titrisation d'actifs immobiliers », BJB, 2002, n° 3, p. 181.

704 CA de Paris 20 octobre 1980; note A. Viandier, Rev. Société, décembre 1980, n°4, p. 774.

sur des véhicules marqués par un élément d'extranéité. En premier lieu, il convient de noter que l'extension de procédure contre les entités *ad hoc* non sociétaires est aussi complexe que l'ouverture directe contre ce type de SPV. On relèvera notamment que cette extension est simplement impossible si le SPV s'appuie sur une société de titrisation⁷⁰⁵ ou sur une fiducie⁷⁰⁶. Pour que l'extension de procédure soit possible dans le cas de véhicule marqué par un élément d'extranéité il faudra, en plus des critères que nous venons d'évoquer :

- Pour un véhicule européen⁷⁰⁷ démontrer que les deux entités ont leur COMI localisés dans le même Etat membre conformément aux exigences de l'arrêt Rastelli⁷⁰⁸ ;
- Pour un véhicule non européen⁷⁰⁹, obtenir l'*exequatur* locale.

Outre leur influence sur les éléments présentés, les financements structurés perturbent l'analyse de la situation économique du débiteur. Or la détermination de la situation du débiteur est un élément clef en matière de procédure collective. Cette analyse permet notamment d'aiguiller le débiteur vers la procédure la plus adaptée.

Section 2. La structure de financement et l'appréciation de la situation économique du débiteur

255. L'influence des financements structurés sur l'appréciation de la situation économique du débiteur. La mise en place d'un financement structuré perturbe l'appréciation de la situation économique du débiteur. L'enjeu de cette appréciation est majeur. L'appréciation de cette situation économique permet d'aiguiller le débiteur vers la procédure la plus adaptée à sa situation. L'existence de « difficultés » permet d'envisager une procédure de sauvegarde (1§). En revanche, si une cessation des paiements est déjà établie, le débiteur franchira un nouveau seuil. Un redressement judiciaire ou une liquidation devra être ouvert (2§).

705 C. mon. Fin. Art L.214-179 qui rend inapplicable le livre VI notamment C. Com., art. L.621-2 qui prévoit l'extension de procédure.

706 Une extension de procédure n'est pas envisageable face à un patrimoine fiduciaire. Le raisonnement par analogie avec les sociétés n'est pas pertinent (notamment C. Com., art. 621-2.). G. PODEUR, «La procédure collective du fiduciaire : quelles protections pour le constituant et le bénéficiaire ?», D, 2014, n°29, p. 1653.

707 Voir en ce sens «A. La multiplication des véhicules financiers et les difficultés à appréhender le groupe» notamment «La possibilité limitée d'obtenir l'extension transfrontalière face à un véhicule soumis au règlement insolvabilité», p. 75.

708 CJUE, 1^{er} ch., 15 décembre 2011, n°C-191/10, Sté Rastelli Davide ; Note J-E. KUNTZ et V. NURIT, BJS, mars 2012, n° 3, p. 240.

709 Voir en ce sens « A. La multiplication des véhicules financiers et les difficultés à appréhender le groupe » notamment «91. L'extension des procédures transfrontalières dans le contexte d'un véhicule non soumis au règlement insolvabilité.» p. 78.

1§. L'influence des financements structurés sur la caractérisation des difficultés

256. **L'altération de l'équilibre financier définie par les financements structurés : une potentielle source de difficultés au sens du droit des procédures collectives.** Les financements structurés définissent souvent, dans le cadre de la documentation de crédit, les situations qu'ils jugent difficiles. Ces clauses permettent de définir les altérations significatives de l'équilibre financier du montage. Cette définition contractuelle de la notion de difficulté issue des financements structurés, n'est pas nécessairement identique à la notion de difficulté requise dans le cadre de l'article L.620-1 du Code de commerce pour permettre l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Mais, bien que ces deux définitions restent distinctes, il semble que l'altération de l'équilibre financier du projet (A) puisse entraîner l'apparition de difficultés au sens du droit des procédures collectives (B).

A. La distinction entre altération de l'équilibre financier et celle de difficultés

257. **L'impact de l'altération de l'équilibre financier du SPV.** Outre la question de l'éligibilité du véhicule de financement à la procédure collective, l'affaire « cœur défense » a mis en avant l'influence d'une altération de l'équilibre du plan financier (entraînant le non-respect de certaines clauses de la convention de crédit) sur la caractérisation des difficultés permettant de solliciter l'ouverture d'une sauvegarde telle que définie par l'article L.620-1 du Code de commerce.

258. **Le maintien de la distinction entre simple altération de l'équilibre financier du projet et réelle difficulté.** Comme nous l'avons déjà évoqué, la logique de nombreux financements structurés est d'être « autoporteurs »⁷¹⁰. Cela sous-entend que le plan financier doit être équilibré. En principe, les recettes du projet ou de l'actif doivent permettre d'assurer le service de la dette. Les *sponsors* des financements de projet tendent parfois à assimiler un renchérissement du coût du projet entraînant une perturbation de l'équilibre financier à « des difficultés économiques ». Cette acception extensive de la notion de difficulté pourrait notamment s'appuyer sur la modification de l'article L.620-1 du Code de commerce. Cette modification supprime l'exigence de difficultés « de nature à le conduire à la cessation des

710 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 24.

paiements ». On relèvera cependant que cette modification introduite par l'ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté n'était pas encore applicable dans l'affaire Cœur Défense. L'affaire ayant été jugée sur la base de la rédaction antérieure de l'article. Cette modification semblait établir la volonté du législateur d'élargir le champ d'application de la procédure collective.

Pour autant, comme l'affirme le professeur LUCAS « l'invocation de difficultés ne doit pas permettre n'importe quoi, particulièrement lorsque n'est pas en cause le sauvetage d'une entreprise mais la préservation de l'équilibre d'un montage financier conçu par un SPV (*Special Purpose Vehicles*) »⁷¹¹. Cette affirmation nous semble difficilement discutable. Il semble en effet que les difficultés évoquées dans l'article L.620-1 du Code de commerce soient marquées par une intensité supérieure à celle évoquée dans l'article L.611-4 du Code de commerce. Cette intensité est perceptible dans les termes utilisés par le législateur. Contrairement à l'article L.611-4 du Code de commerce qui se contente de viser de façon très large toutes difficultés « avérées ou prévisibles », l'article L.620-1 du Code de commerce ne vise que le cas de « difficultés qu'il (le débiteur) n'est pas en mesure de surmonter ». Si la formule peut apparaître maladroite⁷¹², elle a le mérite d'être claire sur un aspect : la nécessaire gravité des difficultés rencontrées par le débiteur. Ce seuil d'exigence est lié aux importantes dérogations au droit commun qu'implique la sauvegarde (arrêt des poursuites, suspension du cours des intérêts ...). La sauvegarde doit rester une mesure d'exception. Le risque, en autorisant l'ouverture de sauvegarde pour une simple altération de l'équilibre financier du contrat, est de concurrencer la théorie de l'imprévision récemment consacré en droit civil⁷¹³.

Un simple renchérissement du projet n'est pas nécessairement une difficulté suffisante au sens de l'article L.620-1 du Code de commerce. S'il est à présent établi que les difficultés pouvant justifier l'ouverture d'une procédure collective peuvent être de nature purement financière, il reste délicat de définir l'intensité nécessaire pour caractériser une telle difficulté. Pour certains auteurs⁷¹⁴, les difficultés d'un débiteur de dette de LBO, sont caractérisées

711 F.X. Lucas, « Les difficultés des LBO sont-elles solubles dans la sauvegarde ? », BJS, 2010, n° 3, p. 211.

712 Si les difficultés sont réellement insurmontables, le redressement est impossible et la procédure adéquate est une liquidation judiciaire. En réalité, il semble que le législateur entendait désigner une difficulté que le débiteur ne pouvait surmonter seul (notamment sans l'aide du tribunal). Cette précision a été apportée dans l'arrêt Cass. Com., 26 juin 2007, n° 06-20820, note C. Lebel, GP, octobre 2007, n°299, p. 21 ; note FX. Lucas, RDC, octobre 2007, n°2007/4, p. 1224, JP. Legros, Dr. sociétés, octobre 2007, n°10, p. 22, note J. Vallansan, JCP. G, septembre 2007, n°36, p. 39 ; note P. Roussel-Galle, RJC, septembre 2007, n°5, p. 359, A. Cerati-Gauthier, RLDA, septembre 2009, n°19, p. 30.

713 « Si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. (...) », C. civ. art. 1195.

714 N. Laurent et J. de Michele, « Le point de vue du praticien sur dix principales mesures du projet de réforme

lorsque ce dernier est capable de faire face aux échéances des intérêts mais pas au remboursement à terme du principal. Il semble cependant que le périmètre de la notion de difficulté ne soit pas aussi mathématique. Il existe un risque de voir diverger l'interprétation des financements structurés de celle de la procédure collective sur la définition du terme « difficultés ». En effet, les conventions de crédit des financements structurés contiennent souvent des ratios financiers (ex : le ratio entre trésorerie nette générée et le montant du service annuel de la dette)⁷¹⁵ définissant les situations difficiles. Ces situations ne sont pourtant pas systématiquement des marqueurs valables et suffisants de difficulté au sens du droit des procédures collectives.

259. De l'altération de l'équilibre financier au risque d'accélération. En matière de financements structurés, il n'est pas rare qu'une simple altération de l'équilibre financier entraîne des bris de *covenant*, pouvant eux même entraîner un cas de défaut. Dans le cas de "Cœur Défense", outre l'absence de couverture efficiente, l'un des arguments invoqués par le fond de titrisation était le non-respect du ratio « loan to value » (LTV). Ce ratio financier est égal au rapport entre le capital emprunté (loan) et la valeur de l'actif sous-jacent (value). Ce ratio est souvent utilisé dans le cadre de financements d'acquisition ou d'actif. Le non-respect de ce type clause ne constitue pas un motif d'ouverture de procédure collective « per se ». Il n'atteste ni de difficultés financières au sens de l'article L.620-1 du Code de commerce ni, a fortiori, d'une éventuelle cessation des paiements.

Il risque en revanche de rendre possible « l'accélération » des prêts et de rendre ainsi exigible une partie importante du passif. Le droit d'accélérer peut être défini comme « celui de prononcer l'exigibilité anticipée de la dette en conséquence d'un manquement du débiteur à ses obligations contractuelles »⁷¹⁶. Si le non-respect d'une clause n'est pas, en soi, un élément suffisant pour établir l'existence de difficultés, ce « cas de défaut » entraînera souvent de façon subséquente une accélération qui, elle, permettra de caractériser une difficulté. Ce qui nous amène à considérer qu'une simple altération de l'équilibre financier du projet peut « indirectement » provoquer une ouverture de sauvegarde.

B. L'impact du bris de covenant et du droit d'accélération sur l'appréciation des difficultés

de la sauvegarde », JCP G, 2008, n° 48, p. 24 et s.

715 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 156.

716 D. Caramalli, « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », D., 2013, p. 451 et s.

260. **La prise en compte du risque d'accélération dans l'appréciation des difficultés en matière de procédure collective : le cas « Cœur Défense ».** On relèvera d'ailleurs que ce risque a été pris en compte dans la motivation de l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Versailles du 19 janvier 2012⁷¹⁷. Sur ce point, la motivation est particulièrement didactique. La Cour d'appel a ainsi considéré que « la société HOLD qui rapporte la preuve qu'au jour de l'ouverture de la procédure de sauvegarde, le risque de voir prononcer l'exigibilité immédiate de prêt était réel et qu'elle était donc confrontée à des difficultés de nature à conduire à la cessation des paiements ».

261. **La caractérisation d'un risque « d'accélération » par le créancier.** On relèvera que la cour a cependant tenu à caractériser « une menace tangible sérieuse (...) de voir prononcer l'exigibilité anticipée » pour pouvoir établir les difficultés exigées dans le cadre de l'article L.620-1 du Code de commerce. Dans le cas d'espèce évoqué, la cour pour démontrer cette menace, prend en compte deux lettres qui établissent clairement que les créanciers envisageaient l'accélération des prêts⁷¹⁸. Il ne suffirait donc pas simplement d'établir un bris de *covenant* pour pouvoir établir les difficultés nécessaires à l'ouverture d'une sauvegarde. Mais il semblerait donc qu'il soit nécessaire en plus de pouvoir établir la volonté du créancier de solliciter l'exigibilité anticipée. On retrouverait des exigences proches de celles exprimées par la Chambre mixte de la Cour de cassation lors d'un arrêt du 26 mai 2006 rendu en matière de pacte de préférence⁷¹⁹ qui exige, pour valider la substitution, que l'on établisse l'intention du bénéficiaire du pacte de s'en prévaloir. On relèvera que, comme cela avait été noté par la doctrine, sur la jurisprudence en matière de pacte de préférence, la preuve de l'intention n'est pas simple à établir. Si, en l'espèce, la volonté était établie via les deux lettres, il convient cependant de noter que la preuve de l'intention des créanciers d'accélérer ne sera pas systématiquement simple à établir. Cette exigence probatoire ne saurait cependant être qualifiée de « *probatio diabolica* », comme cela avait été le cas dans l'arrêt de la Chambre

717 CA Versailles, 19 janvier 2012, n° 11-03519 ; note M. Menjucq, RPC, mars 2012, n°2, p. 15; R. Dammann et L. De. Gernay, BJS, avril 2012, n° 4, p. 329 et s. ; B. Saintourens, RPC, mars 2012, n°2, p. 48 ; A. Bordenave, Lexbase Hebdo. Ed. Affaires, février 2012, n° 285, N. Morelli, Rev. Sociétés, septembre 2012, n°9, p. 523 et s. ; C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n°217, p. 97; G. Saint Marc, Rev. Banque, avril 2013, n°759, p. 66.

718 La mise en demeure du 6 octobre 2008 était claire sur l'intention des créanciers en affirmant «à moins qu'il ne soit remédié à la violation des dispositions de ladite clause (...) nous serons en mesure d'accélérer les prêts».

719 Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, n° 03-19376, n°03-19495 ; note P. Stoffel-Munck, Dr. et patr., septembre 2009, n°162, p. 97 ; note J. Mestre et B. Fages, RTD Civ, juillet 2006, n°3, p. 550 ; note PY. Gautier et D. Mainguy, D, juillet 2006, n°27, p. 1861 ; note H. Le Nabasque, BJS, août 2006, n°8, p. 1072 ; note JF. Louit, RTDF, septembre 2009, n°2, p. 81.

mixte du 26 mai 2006, dans la mesure où le plus souvent des relances et mises en demeure précontentieuses sont adressées au débiteur avant toute accélération. On relèvera d'ailleurs qu'il est courant que les conventions de crédit précisent que cette relance constitue un prérequis nécessaire avant toute accélération des prêts.

Pour déterminer la portée actuelle de cet arrêt, il convient cependant de prendre en considération la rédaction de l'article L.620-1 du Code de commerce de l'époque qui exigeait d'établir des « difficultés, qu'il n'est pas en mesure de surmonter, de nature à le conduire à la cessation des paiements ». Depuis, ce texte a été modifié par l'article 12 de l'Ordonnance du 18 décembre 2008. La version amendée n'exige plus que les difficultés soient « de nature à le conduire à la cessation des paiements ». On peut se demander si l'assouplissement du législateur⁷²⁰ dans les conditions d'ouverture de la sauvegarde permet ou non d'envisager de caractériser ces difficultés uniquement en raison d'un bris de *covenant* pouvant aboutir à une exigibilité anticipée ? L'article L.620-1 du Code de commerce dans sa rédaction actuelle évoquant uniquement des « difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter ».

La réponse semble devoir être négative. Si l'on revient sur le « ratio legis » de l'article L.620-1 du Code de commerce, le texte exige que la difficulté évoquée ne puisse pas être surmontée sans l'aide du Tribunal. Il nous semble que, si le débiteur n'est pas objectivement menacé d'accélération par ses créanciers, le caractère non « surmontable » des difficultés n'est pas établie. On peut notamment considérer que, lors des négociations réalisées au cours d'une période de « stand still »⁷²¹, le débiteur ne devrait pas pouvoir solliciter l'ouverture d'une sauvegarde uniquement motivée par le bris de *covenant*. Sauf si des menaces d'accélération ont été clairement exprimées au cours de ces négociations.

Si depuis la réforme de 2005, de simples difficultés économiques suffisent pour que le débiteur puisse être éligible à la sauvegarde, la cessation des paiements reste « la clef de voute des procédures collectives »⁷²². Cette notion est, en vertu des articles L.631-1 et L.640-1 du Code de commerce, le prérequis pour solliciter l'ouverture d'un redressement judiciaire ou d'une liquidation. Comme la notion de difficulté, la notion de cessation des paiements est influencée par les différentes formes de financements structurés. Selon l'importance du passif bancaire, on relèvera que l'enchaînement provoqué par le bris de *covenant* pourrait

720 « L'objectif principal de la présente ordonnance est de rendre la procédure de sauvegarde plus accessible et plus attractive », R. Dati, « Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté », 2008, Rapport au Président de la République.

721 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 170.

722 T. Montéran, « l'état de cessation des paiements, clef de voute des procédures collectives », RPC, 2001, n° 1, p. 1.

provoquer, outre l'apparition de difficultés, un état de cessation des paiements. Mais outre ce risque né d'un non-respect de certaines clauses du contrat de crédit, la mise en place de financement structuré pourrait influencer la cessation de paiement par d'autres moyens.

2§. L'influence des financements structurés sur la caractérisation de la cessation des paiements

262. **L'influence des financements structurés sur l'actif disponible et sur le passif exigible.** Le débiteur est en cessation des paiements lorsqu'il est « dans l'impossibilité de faire face au passif exigible avec son actif disponible »⁷²³. Or la mise en place de financement altérant l'actif peut influencer le périmètre de l'actif potentiellement disponible (A). A l'inverse, on peut s'interroger sur l'impact de la mise en place de financements subordonnés (proches dans leurs fonctionnements des fonds propres) sur le périmètre du le passif exigible (B).

A. La notion d'actif disponible et l'actif logé dans un SPV

263. **Le principe : l'absence d'influence de la mise en place d'un financement structuré sur l'actif disponible.** Bien que la jurisprudence ait parfois été tentée de retenir une acception plus large de la notion d'actif disponible face à certains financements structurés, ces montages n'influencent en principe pas le périmètre de l'actif disponible. On relèvera néanmoins qu'il existe deux configurations de financements structurés qui peuvent influencer l'appréciation du caractère disponible de l'actif. La première configuration est celle de la mise en place d'un financement structuré aboutissant à accroître le périmètre de l'actif disponible en rendant liquide un actif. C'est notamment le cas lorsque la mise en place du financement structuré a pour objectif de transformer un actif ou un portefeuille d'actifs indisponibles en actif liquide. Cette configuration correspond notamment à celle de la titrisation qui « rend liquides les actifs qui ne le sont pas »⁷²⁴. Les fonds reçus antérieurement au jugement d'ouverture composent la trésorerie du débiteur et intègrent sans conteste l'actif disponible⁷²⁵. La seconde configuration consiste à modifier le périmètre de l'actif disponible dans le cadre de montages s'appuyant sur des entités *ad hoc* exploitant les limites réelles et territoriales de

723 C. com. art. L. 631-1.

724 I. Rahmouni-rousseau et N. Jassaud, « Innovation, produits structurés et stabilité financière », revue d'économie financière, 2008, vol. 92, n°2, p. 129.

725 Cass. Com. 30 janvier 1990, n° 88-17821 ; note C. Gallet, RJC, 1990, p. 373.

la procédure collective. Mais avant de revenir sur ces configurations spécifiques, il est important de rappeler le principe de neutralité de la mise en place des financements structurés dans l'analyse du périmètre de l'actif disponible.

264. **Les hésitations jurisprudentielles sur l'actif disponible des entités ad hoc.** La jurisprudence a parfois été tentée d'adopter une analyse plus extensive de la notion d'actif disponible face à certains financements structurés. Dans l'affaire Cœur défense, la Cour d'appel avait proposé une vision plus large de la notion d'actif disponible dans le cadre des entités *ad hoc*. Cette analyse est justifiée par l'activité des entités *ad hoc*. Comme nous l'avons vu⁷²⁶, l'activité des entités *ad hoc* se limite souvent à la détention d'actifs, simples ou complexes, qui ont fait l'objet du financement. L'idée sous-jacente de cette analyse était que l'activité de ce type de société est une simple activité de gestion de participation dans laquelle les participations sont remplaçables. Cette substitution est réputée ne perturber ni l'activité de la participation ni celle de l'entité *ad hoc*. Comme le relève le professeur MENJUCQ « la Cour d'appel raisonne comme si le débiteur avait disposé à cette époque d'un actif disponible de 1,6 milliards d'euros qui lui aurait permis de faire face à un surcoût non envisagé lors de la conclusion de l'opération »⁷²⁷.

265. **L'acception large de la notion d'actif disponible retenue par la Cour d'appel de Paris dans l'affaire cœur défense face aux entités ad hoc.** Dans un arrêt rendu dans le cadre de l'affaire Cœur défense⁷²⁸, la Cour d'appel de Paris avait laissé entendre qu'un actif immobilier pouvait être assimilé à de l'actif disponible. La Cour d'appel considérait qu'une cession de l'actif ne troublait « pas réellement l'activité locative des bureaux de la Tour « Cœur de la Défense », laquelle, (...), peut (...) se poursuivre normalement quel qu'en soit le propriétaire ou quelle que soit la composition de l'actionnariat de la société propriétaire »⁷²⁹. Les juges du fond semblaient considérer que, dans le cadre de son activité de « gestionnaire de portefeuille de titres », la société « Dame Luxembourg » pouvait simplement céder les

726 Voir en ce sens « B. L'utilisation des limites des procédures collectives », p. 48.

727 M. Menjucq, « Affaire Heart of La Défense : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », RPC, 2010, n° 3, p.13.

728 CA de Paris, 25 février 2010, n° 09-22756 ; note F.X. Lucas, BJS, 2010, n° 3, p. 211, note R. Dammann et G. Podeur, D., 2010, n°88, p. 7; note B. Saintourens, RPC, 2010, n° 4, p.152; G. Teboul, LPA, 2010, n°48 p. 12 ; M. Menjucq, RPC, 2010, n° 3, p.13. ; note O. Puech et G. Saint Marc, Rev. Banque, 2010, n° 723, p. 4; note H. Kensicher, Déc. stratégie fin., 2010, n°115, p. 70.

729 CA de Paris, 25 février 2010, n° 09-22756 ; note F.X. Lucas, BJS, 2010, n° 3, p. 211, note R. Dammann et G. Podeur, D., 2010, n°88, p. 7; note B. Saintourens, RPC, 2010, n° 4, p.152; G. Teboul, LPA, 2010, n°48 p. 12 ; M. Menjucq, RPC, 2010, n° 3, p.13. ; note O. Puech et G. Saint Marc, Rev. Banque, 2010, n° 723, p. 4; note H. Kensicher, Déc. stratégie fin., 2010, n°115, p. 70.

titres de sa filiale pour mettre un terme à ces problèmes financiers. En effet, la cession de la participation n'entraîne pas de perturbations dans l'activité de la société opérationnelle qui peut poursuivre son activité de location de bureau avec un autre actionnaire, ni dans celle de la holding qui pourra avec le produit de la cession solder la dette et le cas échéant envisager dans le cadre de la gestion de son portefeuille de réaliser de nouvelles acquisitions si elle dispose des fonds nécessaires. Cette analyse était cependant discutable, l'activité de gestion de portefeuilles de titres n'implique pas que l'ensemble des participations détenues soit assimilable à des actifs disponibles. Comme le souligne le professeur MENJUCQ « la Cour d'appel raisonne comme si le débiteur avait disposé à cette époque d'un actif disponible de 1,6 milliards d'euros (...) Tel n'était bien sûr pas le cas, puisque le prêt de 1,6 milliard d'euros avait été investi en totalité dans l'acquisition de l'ensemble immobilier »⁷³⁰. Cette assimilation de titres « non cotés » d'une société immobilière à un actif disponible est discutable au regard de l'acception traditionnelle de cette notion⁷³¹ : « l'actif disponible est l'actif réalisable à bref délai ». La cession des parts de la société immobilière aurait nécessité un temps important particulièrement dans le contexte des difficultés de l'époque. La Cour de cassation avait d'ailleurs déjà affirmé clairement cette idée dans un arrêt du 27 février 2007 que « l'actif de la société, constitué de deux immeubles non encore vendus, n'était pas disponible » même dans un contexte d'une cession rapide (dans le cas d'espèce une offre d'acquérir les immeubles avait été faite)⁷³². Le transfert d'un actif liquide à une société de gestion de portefeuilles d'actifs ne rend pas nécessairement l'actif sous-jacent liquide. Si l'activité de l'entité *ad hoc* n'influence pas la disponibilité de l'actif, la ségrégation d'une partie de l'actif dans ses entités *ad hoc* autonome d'un point de vue patrimoniale peut avoir une influence considérable.

266. L'utilisation des limites réelles des procédures collectives dans la définition de l'actif disponible. Dans le cadre de financements structurés, les entités *ad hoc* peuvent être utilisées pour exploiter les limites réelles de la procédure collective et pour instrumentaliser le principe de l'autonomie patrimoniale des sociétés. En effet, l'actif disponible s'apprécie

730 M. Menjucq, « Affaire Heart of La Défense : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », RPC, 2010, n° 3, p.13.

731 X. Roux, « Rapport sur le projet de loi (N° 1596) de sauvegarde des entreprises », 2005, Rapport de l'AN, n° 2095, p. 339.

732 Cass. com., 27 février 2007, n° 06-10170 ; note B. Saintourens, RPC, décembre 2007, n°4, p. 222 ; note M. Cabrillac et P. Pétel, JCP E, septembre 2007, n°39, p. 20 ; note P. Roussel-Galle, RJC, septembre 2007, n°5, p.365 ; note FX. Lucas, RDBF, mars 2007, n°2, p. 25.

société par société. Dans un arrêt du 26 juin 2007⁷³³, la Cour de cassation a affirmé que l'appréciation des difficultés d'une société en difficulté est faite tenir compte de la capacité de financement de la société-mère. La filiale a une personnalité morale propre. Le juge apprécie donc l'actif disponible de chacune de ces entités séparément⁷³⁴. Cette règle est aussi valable face au groupe simplifié que constituent les holdings de financement et les sociétés d'exploitation. Le risque est donc de voir une partie de l'actif disponible capté par l'une des sociétés née du financement structurés. En fonction des flux intragroupes, il sera parfois possible de provoquer ou de reporter une cessation de paiement de la société opérationnelle ou de la holding.

267. L'utilisation des flux intragroupes de la procédure collective pour accroître l'actif disponible de la société opérationnelle. Une maîtrise astucieuse des flux entre la holding et la société d'exploitation pourra, dans certain cas, permettre de provoquer ou de reporter une cessation de paiement. L'arrêt du 26 juin 2007 précisait déjà que « la situation de la société débitrice doit être appréciée en elle-même, sans que soient prises en compte les capacités financières du groupe », sauf en cas « d'existence d'un engagement de la société mère en faveur de sa filiale ». Il est donc envisageable pour la holding d'acquisition de reporter la cessation des paiements par la mise en place d'un financement intra groupe complémentaire. Cette possibilité de pilotage de l'actif disponible doit cependant être tempérée au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation. Dans un arrêt du 17 mai 2011, la Cour⁷³⁵ a exclu de l'actif disponible permettant d'apprécier l'état de cessation, les avances faites par une société mère à sa filiale en difficulté, lorsque ce crédit, anormal et artificiel, n'avait été mis en place que pour masquer temporairement la cessation des paiements du débiteur et de retarder sa constatation. A nouveau, la limite du montage est le caractère frauduleux. La configuration d'un soutien trop important de la société mère à sa filiale n'est néanmoins pas la plus courante en matière de financement structurés.

733 Cass. Com. 26 juin 2007, n° 06-17.821 et n°06-20.820 ; Cass. com., 27 février 2007, n° 06-10170 ; note B. Saintourens, RPC, décembre 2007, n°4, p. 222 ; note M. Cabrillac et P. Pétel, JCP E, septembre 2007, n°39, p. 20 ; note P. Roussel-Galle, RJC, septembre 2007, n°5, p.365 ; note FX. Lucas, RDBF, mars 2007, n°2, p. 25.

734 Cass. com., 8 juin 1999, n° 95-14723, ce principe est rappelé dans l'arrêt Cass. Com. 3 juillet 2012, n° 11-18026 ; note A. Lienhard, D., Juillet 2012, n°28, p. 1814 ; note LC. Henry, Rev. Sociétés, septembre 2012, n°9, p. 527 ; note M. Filiol de Raimond, RLDA, septembre 2012, n°74, p. 33 ; note R. Bonhomme, BJE, septembre 2012, n°5, p. 279 ; note R. Dammann et F. Samuel, D, septembre 2012, n°33, p. 2212 ; note P. Pétel, JCP E, décembre 2012, n°50, p. 26 ; note B. Saintourens, RPC, janvier 2013, n°1, p. 29.

735 Cass. com., 17 mai 2011, n° 10-30425 ; note F. Reille, GP, octobre 2011, n° 281, p. 20 ; note B. Saintourens, RPC, mars 2012, n°2, p. 51 ; note JP. Sortais, BJE, septembre 2011, n°4, p.273.

268. **L'utilisation des flux intragroupes de la procédure collective pour réduire l'actif disponible de la société opérationnelle.** En cas de difficultés, la holding de financement sera parfois tentée de remonter une part importante de l'actif disponible de la société opérationnelle pour réduire son exposition. Certains auteurs relèvent qu'« un accroissement du niveau d'endettement (...) a inévitablement provoqué une vulnérabilité financière de certains LBO et a conduit la politique de la cible à être axée uniquement sur la remontée de dividendes »⁷³⁶. Ces opérations confinent parfois au « vampirisme financier »⁷³⁷ et ces multiples remontées de trésorerie vers la holding peuvent parfois entraîner la cession des paiements de la société opérationnelle via une captation de la trésorerie de la société opérationnelle.

269. **Les modalités envisageables pour assurer le transfert de la trésorerie de la société opérationnelle vers l'entité ad hoc assurant le financement.** Il existe deux moyens pour la holding de financement de faire remonter de la trésorerie issue de la société opérationnelle via des distributions de dividendes et via le remboursement de prêt intragroupe. Dans les deux cas, les montants pouvant être remontés sont limités :

- Dans le cas des dividendes, il est nécessaire que la société opérationnelle génère un bénéfice distribuable⁷³⁸. Le montant du dividende ne pouvant pas excéder celui du bénéfice.
- Dans le cas des prêts intragroupes, comme le soulignent certains praticiens, la « jurisprudence, doctrine et pratique s'accordent pour exiger des limites drastiques aux engagements des filiales, (...) plafonnées aux seuls montants dont elles ont bénéficié »⁷³⁹.

270. **L'encadrement strict du remboursement des prêts intragroupes.** En plus de ces contraintes de montant, les remboursements de prêts intragroupes doivent être réalisés après un préavis et ne doivent pas provoquer la cessation des paiements de la société opérationnelle. La Cour de cassation⁷⁴⁰ rappelle avec constance qu'une convention notamment de crédit ne

736 J-L. Mercier, R. Dammann, C. de Craene et M. Menjucq « Atelier n° 5 : Opportunités et limites des nouveaux outils de financements », LPA, 2009, n° 71, p.33.

737 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », Dr. et Patr., 2014, n° 239, p. 18 et s.

738 C. com. art. L. 232-11.

739 P. Clermontel et R. Bet-Mansour « Rééquilibrage des droits entre émetteurs et souscripteurs d'obligations à haut rendement en Europe », RTDF, 2013, n° 4, p. 146.

740 Cass. Com. 5 décembre 1984, n°83-14273; Cass. Com. 13 janvier 1987, n°85-17056; Cass. Com. 5 mars 1996, n°93-10606, Cass. Com. 23 janvier 2007, n° 05-16671.

peut être dénoncée qu'au terme d'un préavis. Les sociétés du groupe ne bénéficient pas de la dérogation offerte aux établissements de crédit par l'article L.313-12 du Code monétaire et financier qui précise que ces établissements ne sont « pas tenus de respecter un délai de préavis (...) au cas où la situation de ce dernier s'avérerait irrémédiablement compromise. »⁷⁴¹. Ce préavis est justifié aussi en matière de financement intragroupe. La holding d'acquisition bénéficie d'un niveau d'information plus important que les autres créanciers. Elle est par nature la première informée des difficultés de la société opérationnelle. L'entité ad hoc pourrait donc tirer avantage de sa situation d'initié pour demander le remboursement des financements accordés avant que les difficultés ne rendent impossible ce paiement. Comme l'explique un auteur, « le préavis évite qu'elles (les sociétés mères) ne mettent à profit cette situation déchargeant sur les créanciers pour financer la période d'observation »⁷⁴². Cette situation entraînerait une rupture d'égalité entre les créanciers. Par ailleurs ce retrait précipité peut accroître les difficultés de la société opérationnelle. Comme le relève un auteur, « la rupture des concours s'avère quelques fois brutale. (...). Cette décision réduit l'actif disponible en plus de précipiter la procédure collective. »⁷⁴³. Cet auteur affirme que « les sociétés du groupe commettent une faute dénonçant leur concours sine die. (...) l'emprunteur a droit de bénéficier d'un préavis préalable »⁷⁴⁴. Pour échapper à ces contraintes, les financements structurés exploitent les limites temporelles de la procédure collective. Les remontées de trésorerie sont souvent réalisées en amont des premières difficultés de la société opérationnelle. Comme les soulignent certains auteurs « plus le levier d'une opération de LBO est important, plus les (...) transferts de richesse indus (...) sont susceptibles de survenir en amont de la crise de liquidité »⁷⁴⁵. Les montages issus des financements structurés s'appuient sur une logique d'anticipation. Cette anticipation rend le transfert d'actif est difficile à contester. Ce transfert sera d'autant plus difficile à remettre en cause lorsqu'en plus de l'utilisation des limites réelles de la procédure collective s'ajoute l'utilisation des limites territoriales de cette dernière.

741 C. mon. fin. art. L. 313-18.

742 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. de F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté, p. 122.

743 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, *op. cit.*, spéc., p. 120.

744 N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, *op. cit.*, spéc., p. 122.

745 S. Vermeille et A. Debaudre, « LBO et traitement des conséquences de l'excès d'endettement », *revue banque et stratégie*, 2012, n° 309, p. 20 et s.

271. **L'utilisation des limites territoriale des procédures collectives dans la définition de l'actif disponible.** Lorsque le montage s'appuie sur un véhicule situé à l'étranger, le montage exploitera les limites territoriales de la procédure collective. La remontée de trésorerie sera plus difficile à remettre lorsque le véhicule de financement est domicilié à l'étranger. Comme le constate un auteur, la lutte face à ces « « stratégies – stratagème » n'est pas évidente et (...) les éléments d'extranéité apparaissant dans les groupes de sociétés ne rendent pas les réponses juridiques faciles »⁷⁴⁶. Cette configuration est proche de celle de l'affaire Pétroplus⁷⁴⁷.

272. **Le financement structuré contribuant à la cessation des paiements.** Dans l'affaire Petroplus, « les filiales françaises du groupe suisse avaient remonté une partie importante de leurs trésoreries quelques heures avant d'être placées en redressement judiciaire »⁷⁴⁸. La maison mère localisée en Suisse refusant par ailleurs de contribuer aux différents passifs de sa filiale opérationnelle (notamment les passifs sociaux ou environnementaux). Si dans le cas de Pétroplus, la société Suisse était bien plus qu'un simple véhicule de financement, une configuration similaire est envisageable dans le cadre d'un SPV situé hors du territoire français (une *lux-co* ou une holding situé à Gibraltar). Le transfert de l'actif du patrimoine de la société opérationnelle vers celui de la holding crée deux problèmes :

- Comme nous le verrons plus loin dans cette étude⁷⁴⁹, les représentants de la procédure disposent de peu d'outils pour lutter contre le transfert d'actifs hors du territoire. La reconstitution de l'actif du débiteur est complexe. Dans de nombreux cas, il se heurte aux limites territoriales de la procédure collective.
- Par ailleurs, en soustrayant une partie de la trésorerie, le véhicule peut provoquer l'état de cession des paiements de la société opérationnelle. La question est loin d'être purement théorique notamment en matière de financements structurés. La holding de financement ne générant par définition aucun flux, elle n'aura souvent pas d'autres alternatives que de faire remonter

746 M-H Monsérié-Bon, « La mise en œuvre des stratégies offertes par la loi de sauvegarde », Dr. et patr, 2013, n° 223, p.59.

747 P-M Le Corre, « Pour quelques barils de plus chez la fille, et pour quelques dollars de moins...chez la mère : la loi Petroplus du 12 mars 2012 », Rev. Sociétés, 2012, n°7-8 p. 412; P. Roussel Galle, « La loi Petroplus : quelques réflexions... avec un peu de recul », RPC, 2012, n°3, p.11.

748 Rapport de l'AN, n° 4411, JO AN 29 février 2012, F. Guégot, p. 1579.

749 Voir en ce sens « Section 2. Financements structurés et perturbation de la reconstitution de l'actif hors de France », p. 230.

de la trésorerie de la société opérationnelle pour faire face aux remboursements demandés ;

En réponse à ce second risque, le législateur⁷⁵⁰ a permis à l'administrateur ou du mandataire judiciaire de saisir le président du tribunal en vue d'obtenir toute mesure conservatoire utile à l'égard des biens contre le tiers poursuivis en extension ou en responsabilité pour une faute ayant contribué à la cessation des paiements du débiteur ». La loi Pétroplus avait pour but affiché d'offrir un outil de lutte contre l'exploitation des limites réelles et territoriales de la procédure collective⁷⁵¹. On relèvera néanmoins que cette réponse est largement insuffisante et maladroite⁷⁵². Cet outil sera inefficace contre la majorité des montages. En effet les nouvelles mesures conservatoires ne seront efficaces que dans le cadre d'une action extension et dans celui d'une responsabilité pour une faute ayant contribué à la cessation des paiements du débiteur. Comme nous l'avons évoqué dans le cas de financements structurés classiques⁷⁵³, l'action en confusion de patrimoine n'a que peu de chance d'aboutir. Pour ce qui est de l'action en responsabilité ayant contribué à la cessation des paiements du débiteur, elle ne peut être intentée que contre le dirigeant. Dans la configuration d'une entité ad hoc ayant remonté la trésorerie et capté une partie de l'actif disponible de la société cible, le texte ne sera d'aucun secours. En dehors du cas où l'entité *ad hoc* serait assimilé à un dirigeant de fait, l'article L.631-10 du Code de commerce ne sera pas applicable. Mais tant que la remontée de trésorerie est réalisée selon les contraintes présentées précédemment (le remboursement du compte courant ne peut excéder les montants avancés et en respectant un préavis), cette absence de soutien est-elle réellement choquante ? Cette question renvoie en réalité à la question de la nature véritable de l'associé - créancier. L'associé - créancier est-il un créancier comme les autres ? Est-il autorisé à capter une partie de l'actif disponible de sa filiale notamment lorsque celle-ci rencontre des difficultés ? Comme nous allons le voir⁷⁵⁴, le juge tient parfois compte de la double qualité de l'associé -

750 Loi n°2012-346, 12 mars 2012, relative aux mesures conservatoires en matière de procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire et aux biens qui en font l'objet, article 2.

751 Nous ne reviendrons pas sur les nombreuses imperfections de ce texte largement soulignées par la doctrine notamment en raison des importantes atteintes aux droits qu'elles engendrent. P-M Le Corre, « Pour quelques barils de plus chez la fille, et pour quelques dollars de moins...chez la mère : la loi Petroplus du 12 mars 2012 », *Rev. Sociétés*, 2012, n°7-8, p. 412. ; P. Roussel Galle, « La loi Petroplus : quelques réflexions... avec un peu de recul », *RPC*, 2012, n°3, p.11.

752 « la mesure apparaît-elle sympathique, démontrant toute l'empathie du législateur français pour la filiale française, victime des agissements de la mauvaise mère, la mère indigne, étrangère au surplus. », P-M Le Corre, « Pour quelques barils de plus chez la fille, et pour quelques dollars de moins...chez la mère : la loi Petroplus du 12 mars 2012 », *Rev. Sociétés*, 2012, n°7-8, p. 412.

753 Voir en ce sens « B. Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective », p. 182.

754 Voir en ce sens « B. L'influence des financements structurés sur la notion de passif exigible », p. 204.

créancier notamment dans la détermination du périmètre du passif exigible. Il semble qu'en interdisant le remboursement du compte courant d'associé lorsque la filiale rencontre des difficultés, on nie totalement la qualité de créancier de l'apporteur en compte courant. C'est pour cette raison qu'un accroissement des contraintes entourant le remboursement du compte courant dans le cadre de financements structurés s'appuyant sur une entité *ad hoc* ne semble pas souhaitable.

En dehors des financements structurés s'appuyant sur des entités *ad hoc*, l'impact de la mise en place des financements structurés sur l'analyse de l'actif disponible reste globalement limité. En revanche, les financements structurés jouent un rôle plus significatif dans l'appréciation du passif exigible.

B. L'influence des financements structurés sur la notion de passif exigible

273. **L'influence des financements structurés sur l'exigibilité des créances.** La mise en place de financements structurés influence considérablement l'appréciation du passif exigible. Dans le cas des clauses d'accélération, il est possible de provoquer une exigibilité anticipée du passif. A l'inverse, la mise en place subordination peut limiter l'exigibilité d'une créance. Cette réduction de l'exigibilité est perceptible dans les configurations de subordination légale, contractuelle et structurelle. En effet, la mise en place de montage s'appuyant sur des entités *ad hoc* perturbe l'analyse du passif. La circulation de la trésorerie, notamment via compte courant, au sein des groupes de sociétés composés par les SPV et les sociétés opérationnelles pose problème⁷⁵⁵.

274. **L'influence des clauses d'accélération sur l'exigibilité du passif.** Comme nous l'avons évoqué précédemment⁷⁵⁶, les contrats de financements contiennent de nombreuses clauses permettant aux créanciers de solliciter le remboursement anticipé de leurs créances. Si dans certains cas, la validité de ces clauses est discutable (notamment lorsque l'événement provoquant l'exigibilité est l'ouverture d'une procédure collective), certaines clauses semblent difficiles à contester juridiquement. Les clauses permettant l'accélération en cas de violation de certains ratios financiers ou en cas de non-respect de certaines obligations (ex :

⁷⁵⁵ N. Pelletier, *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. de F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté, p. 94.

⁷⁵⁶ Voir en ce sens « A. Les financements structurés et ouverture directe de la procédure collective », p. 174.

l'interdiction des cessions d'actifs, le maintien de l'actionnariat...) sont valides et entraînent, dans certains cas de façon automatique, l'exigibilité de la créance. Il convient de rappeler que bien qu'un débat ait existé sur le sujet⁷⁵⁷, le juge doit vérifier que la créance soit exigible, peu important qu'elle soit ou non exigée. Si les juges ont parfois été souples dans l'interprétation en exigeant notamment « une menace tangible sérieuse (...) de voir prononcer l'exigibilité anticipée »⁷⁵⁸. Cette logique est cependant discutable, le bris de *covenant* rend la dette exigible, et s'il n'est pas nécessaire que la dette soit exigée, il ne devrait pas être nécessaire d'établir une volonté d'accélérer. Contrairement au cas de l'associé créancier d'un compte courant⁷⁵⁹, le créancier ne bénéficie d'aucune spécificité permettant de présumer de l'inaction du créancier qu'il accordera un moratoire. Dans le cadre de financements structurés, la dette est souvent importante et les actifs acquis (société, actifs du projet...) non liquides. Ainsi lorsque cette dette est exigible, l'état de cessation des paiements devrait être constaté et le redressement judiciaire ouvert. Le tribunal ne disposant pas de pouvoir d'appréciation sur le sujet⁷⁶⁰. On relèvera qu'une telle pratique pénaliserait les négociations et provoquerait parfois l'ouverture de procédures collectives inopportunes. Cependant, une interprétation rigoureuse n'entraînerait pas nécessairement de nombreux cas d'ouverture de redressement judiciaire. Dans la majorité des cas, la documentation bancaire « laisse à l'emprunteur un délai de quelques jours ou quelques semaines pour remédier à son défaut (délai dit de *standstill*) »⁷⁶¹. Durant ce délai, la dette ne saurait être considérée comme exigible. Par ailleurs, lorsque le débiteur entame des négociations avec ses créanciers, il commence généralement « dès l'entrée en mandat ad hoc et avant l'expiration du délai de *standstill* à négocier un *waiver* ». Cet amendement de la convention de crédit permet de sursoir à l'exigibilité de la dette durant

757 En faveur de cette interprétation, Cass. com., 28 avril 1998, n° 95-21969 ; Note P. Le Cannu, Defrénois, août 1998, n° 15 p. 948 ; note G. Likilimba, JCP E, décembre 1998, n° 49, p. 1926 ; Cass. com., 12 novembre 1997, n° 94-15829 ; note D. Tricot, GP, avril 2005, n° 119, p. 13. En sens inverse Cass. com., 27 février 2007, n° 06-10170 ; note B. Saintourens, RPC, décembre 2007, n° 4, p. 222 ; note F.-X. Lucas, RDBF. Mars 2007, n° 2, p. 25 ; D. Tricot, « propos conclusifs : la cessation des paiements, une notion, stable, souple et sûre », LPA, 2007, n° 119, p. 44. La solution est aujourd'hui consacrée (C. com. art. L631-1).

758 CA Versailles, 19 janvier 2012, n° 11-03519 ; note M. Menjucq, RPC, mars 2012, n° 2, p. 15 ; R. Dammann et L. De. Gernay, BJS, avril 2012, n° 4, p. 329 et s. ; B. Saintourens, RPC, mars 2012, n° 2, p. 48 ; A. Bordenave, Lexbase Hebdo. Ed. Affaires, février 2012, n° 285, N. Morelli, Rev. Sociétés, septembre 2012, n° 9, p. 523 et s. ; C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n° 217, p. 97 ; G. Saint Marc, Rev. Banque, avril 2013, n° 759, p. 66.

759 Voir en ce sens « A. La notion d'actif disponible et l'actif logé dans un SPV » notamment « L'utilisation des comptes courants d'associés dans le cadre des financements structurés. », p. 210.

760 Cass. com., 3 juillet 2012, n° 11-18026 note A. Lienhard, D., juillet 2012, n° 28, p. 1814 ; note LC. Henry, Rev. Sociétés, septembre 2012, n° 9, p. 527 ; note M. Filiol de Raimond, RLDA, septembre 2012, n° 74, p. 33 ; R. Bonhomme, BJE, septembre 2012, n° 5, p. 279 ; note R. Dammann et F. Samuel, D, septembre 2012, n° 33, p. 2212 ; note P. Pétel, JCP E, décembre 2012, n° 50, p. 26 ; note B. Saintourens, RPC, janvier 2013, n° 1, p. 29.

761 D. Caramalli, « Entreprises en difficulté : la question de la validité des clauses de remboursement anticipé », LPA, 2009, n° 58, p. 3 et s.

les négociations. Comme l'explique une praticienne « si le prêteur refuse de consentir un *waiver* dans un délai de quarante-cinq jours suivant l'ouverture de la conciliation, quitte à continuer ensuite à discuter les termes d'un protocole à venir entre le prêteur et l'emprunteur, alors la société débitrice devra solliciter l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire, ce qui est pénalisant pour les banques »⁷⁶². Dans de nombreux cas, les clauses issues des financements structurés auront un effet inverse à celui des clauses d'accélération. Les financements subordonnés auront souvent pour effet de réduire l'exigibilité de la dette.

275. L'exigibilité des créances subordonnées. On peut s'interroger sur l'influence qu'exerce la mise en place d'une subordination du financement sur l'exigibilité du passif. Force est de constater que la mise en place d'une subordination n'est pas neutre, comme le souligne un auteur « la tendance dominante est (...) à appréhender les quasi-fonds propres en terme d'exigibilité »⁷⁶³. Certains auteurs affirment d'ailleurs que le « faible degré d'exigibilité »⁷⁶⁴ est l'une des caractéristiques des créances subordonnées. Cependant, comme nous l'avons déjà évoqué⁷⁶⁵, ces créances ne sauraient être assimilées à du capital social, elles sont donc a priori exigibles. La question principale est donc de savoir quand ces fonds seront exigibles. On précisera que le point discuté n'est pas celui de la date de naissance de la créance subordonnée mais bien de son exigibilité. La date de naissance de la créance subordonnée est le plus souvent celle de l'émission pour les instruments dont la nature est proche des obligations et celle de la remise des fonds pour les créances subordonnées issues de contrats de prêt classiques. Dans le cadre notamment des TSS, la jurisprudence a déjà eu l'occasion d'affirmer que « les porteurs (...) disposent d'une créance née le jour du contrat d'émission, donc antérieurement au jugement d'ouverture »⁷⁶⁶. La question de la date d'exigibilité des créances subordonnées est en revanche plus ouverte. Nous étudierons en premier lieu les formes de subordinations participatives dont le régime est largement précisé par la loi, avant de considérer, dans un second temps, les autres formes de subordination marquées par une liberté contractuelle plus forte.

762 D. Caramalli, « Entreprises en difficulté : la question de la validité des clauses de remboursement anticipé », art. préc., p. 3 et s.

763 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 143.

764 S. Dana-Demaret *Le capital social*, Thèse de l'Univ. Lyon 3, 1989, préf. de Y. Reinhard, Litec, Biblio. de droit de l'entreprise., p.220.

765 Voir en ce sens « B. le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé » », p. 108.

766 CA de Versailles 18 Novembre 2010, n° 10-01433 ; B. Grelon, *Rev. Sociétés*, avril 2011, n° 4, p. 239 et s. ; P. Roussel Galle, *BJE*, mars 2011, n°1, p. 14 ; N. Borga, *BJS*, janvier 2011, n°1, p. 31 ; A. Lienhard, *D.*, décembre 2010, n°42, p. 2767, F-X Lucas, *BJS*, février 2011, n°11, p. 85.

276. **L'exigibilité du capital et des intérêts des titres participatifs.** La mise en place de financements via des titres participatifs permet « d'éviter le déclenchement d'une procédure collective »⁷⁶⁷. En effet, en matière d'exigibilité des prêts participatifs, la loi prévoit une alternative : « ces titres ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société ou, à son initiative, à l'expiration d'un délai qui ne peut être inférieur à sept ans et dans les conditions prévues au contrat d'émission »⁷⁶⁸. Un praticien explique que seule la liquidation peut justifier le remboursement du capital, le non-paiement du nominal ne pourrait donc pas être une cause de cessation des paiements⁷⁶⁹. Cette idée est reprise par le professeur BONNEAU qui résume « la date de remboursement des titres, à savoir la date de dissolution de l'émetteur est [nécessairement] postérieure à la date d'ouverture de la procédure de sauvegarde (...) qui est la date de son exigibilité »⁷⁷⁰. Cette affirmation doit être selon nous tempérée au regard de la faculté de remboursement prévue dans l'article L.228-36 du Code de commerce sur demande du débiteur. On comprend néanmoins aisément la position de soutenue par cet auteur lorsqu'on sait que cette faculté de rendre le financement exigible est ouverte à la seule initiative du débiteur. On imagine mal un débiteur en difficulté déclencher le remboursement de cette créance et accroître son passif exigible. Le remboursement avant liquidation est le plus souvent une mesure de gestion réservée au débiteur en bonne santé financière⁷⁷¹. Dans un contexte d'entreprise en difficulté, c'est donc uniquement après le déclenchement de la liquidation judiciaire que la créance pourra devenir exigible. Le principal des titres participatifs ne peut donc en aucun être pris en compte dans le passif exigible définissant la cessation des paiements. Contrairement au capital dont l'exigibilité n'est le plus souvent envisageable qu'après l'ouverture d'une procédure collective, les intérêts doivent être réglés à échéance. Les intérêts sont payés à la date indiquée dans le contrat d'émission⁷⁷². Si l'échéance des intérêts est dépassée, ils intégreront donc le passif exigible. En termes d'exigibilité, les titres participatifs se rapprochent du capital social : un passif dont l'exigibilité n'est pas envisageable préalablement à la procédure collective.

277. **L'exigibilité du capital et des intérêts des prêts participatifs.** Contrairement aux titres participatifs dont le remboursement est presque impossible avant la liquidation, « la loi

767 L. Faugérolas, « La subordination des créances », mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 229.

768 C. com. art. L.228-36 pour les titres participatifs.

769 L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 229.

770 T. Bonneau, « Les porteurs de TSS, des obligataires comme les autres ? », RDBF, 2012, n° 4, p. 3.

771 En effet, la rémunération servie aux titres participatifs, à raison de sa fraction variable, peut devenir un fardeau dont l'émetteur peut estimer opportun de s'alléger.

772A. Bougnoux, JCI Banque - Crédit Bourse Fasc. 1915, Titres Participatifs, janvier 2013, n°66.

ne requiert pas explicitement que le prêt participatif soit stipulé pour une durée particulière »⁷⁷³ mais ces prêts peuvent avoir une date d'exigibilité. L'article L. 313-13 du Code monétaire et financier prévoit uniquement que les prêts participatifs constituent une « ressource à long terme ». Les juges du fond ont qualifié de prêt participatif un « prêt à long terme, comportant un différé d'amortissement de trois ans (...) et (...) qu'(...) il supplée à l'absence de fonds propres »⁷⁷⁴. L'exigibilité sera donc déterminée contractuellement par les parties.

Dans l'hypothèse où un délai d'exigibilité a été fixé, il n'existe aucune difficulté particulière. Il suffira de se référer au contrat d'émission pour déterminer si l'exigibilité est intervenue antérieurement ou postérieurement à la date d'émission. Ainsi lorsque le financement doit être remboursé de façon annuelle, comme c'est régulièrement le cas en matière de prêt participatif, les échéances seront exigibles au fur et à mesure des annuités⁷⁷⁵. La dette de remboursement de l'emprunteur intègre le passif exigible lorsque le terme des échéances est dépassé ou lorsque le contenu ou l'échéancier des engagements précis et datés de l'emprunteur⁷⁷⁶ « ne sont pas respectés ». Les intérêts doivent le plus souvent être réglés à échéance. Le non-paiement des intérêts des prêts participatifs⁷⁷⁷ pourra provoquer la cessation des paiements. Il convient enfin d'évoquer une dernière configuration : celle du prêt participatif qui aurait été promis, mais qui n'aurait pas encore été versé avant l'ouverture de la procédure collective. Comme le souligne un auteur⁷⁷⁸, il s'agit d'un actif disponible de l'emprunteur. La Cour d'appel d'Amiens a ainsi pris en compte dans l'actif disponible la réserve de crédit que constituait le prêt participatif⁷⁷⁹ et considéré que la société était à même de faire face à son passif exigible grâce à cet actif. L'étude des financements subordonnés participatifs nous amène au constat qu'ils intégreront rarement le passif exigible. Il convient à présent de déterminer si cette affirmation se vérifie dans le cadre des autres formes de subordinations notamment contractuelles et structurelles.

278. L'exigibilité des autres formes de subordinations. Certains auteurs considèrent que « la subordination de créance est une convention subordonnant l'exigibilité d'une créance au paiement antérieur d'une autre créance (...) Or, aucune règle d'ordre public ne prohibe la

773 Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quiévy, n°83.

774 Cass. Com. 7 avril 2009, n°08-11360 ; note T. Bonneau, Banque et Droit, juillet 2009, n°126, p.19.

775 « Or l'échéance annuelle de remboursement, dans le cas fréquent où il est dû par annuités et non pas en une seule fois, est exigible. », Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quiévy, n°94.

776 C. mon. Fin. art. L.313-18.

777 L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 229.

778 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 39.

779 CA d'Amiens, 8 juillet 1982, note Ph. Merle, RJ Com, 1983, p. 73.

renonciation à l'exigibilité immédiate d'une créance »⁷⁸⁰. Ce propos ne semble cependant pas généralisable à toutes les créances subordonnées. Pour déterminer si l'exigibilité de la créance subordonnée est affectée, il conviendra de distinguer deux formes distinctes de subordination :

- les clauses inspirées de la *contractual subordination* anglo-saxonne où le créancier junior renonce à être payé en cas de procédure collective. On retrouve ce type de configuration dans les clauses de subordination prévues en matière de titrisation. La pratique courante selon le professeur PRUM est de prévoir « que la créance des créanciers subordonnés ne deviendra exigible qu'une fois que les créanciers de rang supérieurs auront été payés »⁷⁸¹. Dans ce type de configuration, il conviendra de considérer que les conditions d'exigibilité de la créance ne sont pas remplies. En effet la dette senior n'ayant souvent pas été réglée avant la procédure collective, la dette junior devra être considérée comme n'étant pas exigible.

- Il existe une seconde configuration de subordination dont le fonctionnement est proche de la figure de *turnover subordination* connue en « common law ». Les obligations du créancier junior sont dans cette configuration sensiblement différentes : le créancier junior s'engage à accepter l'éventuel paiement reçu lors d'une distribution avant de reverser les sommes au créancier senior. Dans ce cas, la subordination ne s'appuie pas sur un mécanisme portant atteinte à l'exigibilité de la créance. La créance subordonnée, sous réserve que les conditions du contrat soient remplies (arrivée du terme du prêt...), pourra donc intégrer le passif exigible. Dans cette configuration, le créancier junior a le droit mais surtout une véritable « obligation d'exercer une action en paiement »⁷⁸² et d'exiger le paiement de sa créance. Ces clauses sont rarement utilisées seules, elles complètent souvent un autre dispositif de subordination⁷⁸³. Enfin, on relèvera qu'en pratique les clauses de *turnover* ou de *claw back* ne sont souvent

780 J. Mestre, E. Putman et M. Billau, *Traité de droit civil - Droit commun des sûretés réelles*, 1^{ère} éd, 1996, LGDJ, p. 176.

781 A. Prum, A. Couret, J-P. Spang, P. Dupont et A. Steichen, *Titrisation*, 2008, Ed. Anthemis, p.72.

782 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 141.

783 O. Bertin-Mouro, « Comment opérer la subordination dans les financements mezzanines », option finance, 1992, n°219, fiche n°161.

activables qu'après l'ouverture d'une procédure collective. Comme le relève un praticien « c'est lorsque survient la faillite de la société-projet que la clause de *turnover* prend le relais »⁷⁸⁴.

Le choix de la méthode de mise en place de la subordination est important dans l'éventuel caractère exigible du passif. Selon le type d'engagement retenu, le passif pourra ou non être pris en compte dans la détermination de l'état de cessation des paiements. L'analyse des différentes formes de subordination permet néanmoins de considérer que les emprunts subordonnés constituent souvent des financements « à degré d'exigibilité très faible »⁷⁸⁵. Si le prêteur subordonné reste indiscutablement un créancier, les spécificités de sa créance empêchent souvent de l'intégrer au passif exigible. La problématique est différente dans le cas des financements accordés dans le cadre de montage structurel. Dans de nombreux financements structurés, les associés ont souscrit à des émissions d'obligations ou à des avances en compte courant⁷⁸⁶. Dans cette configuration, l'associé créancier ne sera pas traité comme un créancier classique.

279. L'utilisation des comptes courants d'associés dans le cadre des financements structurés. La pratique « des comptes courants est une pratique extrêmement vivace (...) dans les opérations d'ingénierie financière et notamment dans les opérations de LBO »⁷⁸⁷. En matière de financements s'appuyant sur une entité *ad hoc*, il est courant que la holding d'acquisition (ou la société de projet) qui porte la dette finance au travers d'un compte courant d'associé la société opérationnelle. Dans ces configurations, les financements accordés par la holding à la société opérationnelle notamment via des comptes courants ne semblent pas pouvoir être assimilés à une dette classique, notamment en matière d'exigibilité. Nous examinerons successivement la prise en compte du compte courant de la holding au sein du passif exigible en présence d'une convention de blocage, puis en l'absence de ce type de convention.

784 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, *op. cit.*, spéc., p.123.

785 A. Couret, « Les financements mezzanine », JCP E, 1990, n°9, p. 143 et s.; M. Galland, «La subordination de dernier rang: régime et finalités des TSS», BJS, 2006, n°10, p. 1111.

786 R. Dammann et M. Robinet, « La sauvegarde, un outil pour protéger les associés du débiteur ? », BJS, 2009, n° 12, p. 1116.

787 C. Blondeau, « Précisions sur le régime des comptes courants d'associés », *option finance*, 2012, n° 1191, p. 30.

280. **Le cas d'un compte courant d'associé conventionnellement bloqué.** Les parties peuvent conventionnellement décider d'encadrer l'exigibilité du compte courant d'associé⁷⁸⁸. Comme le souligne un auteur « en pratique, il est rare que les versements effectués sur un compte d'associé ne soient pas accompagnés de clauses aménageant les conditions de leur remboursement, notamment en prévoyant un préavis ou un terme et (...) des clauses de blocage (...) ou de cession d'antériorité »⁷⁸⁹. Un praticien précise « afin d'éviter que le remboursement anticipé (...) du prêt d'associé (...) ne conduise la société à être en défaut (...) il est souhaitable de prévoir qu'un tel remboursement se réalise dans la limite de la trésorerie disponible après que les paiements prioritaires aient été effectués dans l'ordre prévu par la cascade des flux (*cash waterfall*) »⁷⁹⁰. Dans cette configuration, le compte courant d'associé ne sera pas considéré comme exigible. Dans un arrêt du 10 janvier 2012, la Cour de cassation a annulé une décision qui intégrait dans le passif exigible une convention de compte courant « sans rechercher si les avances en compte courant d'associés (...) n'étaient pas bloquées »⁷⁹¹. Pour le professeur LUCAS, cette décision souligne qu'il « revient au juge devant prendre parti sur l'état de cessation des paiements de la société, de rechercher si ces avances sont bloquées »⁷⁹². Cette décision a part ailleurs apporté d'importantes précisions sur la configuration des comptes courants d'associés sans convention de blocage.

281. **Le cas d'un compte courant d'associé sans convention de blocage.** En l'absence de clause statutaire ou de convention spécifique, l'associé peut, suivant le droit commun des contrats à durée indéterminée et quelle que soit la situation de la société, exiger à tout moment le remboursement par la société des sommes figurant à son compte⁷⁹³. En s'appuyant sur cette

788 I. Urbain-Parléani, *les comptes Courants d'associés*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 1986, préf. de C. Gavalda, LGDJ, p. 251.

789 J-P. Sortais, « Avance en compte courant : passif exigible ou actif disponible ? », BJE, 2012, n°4, p. 209.

790 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 143.

791 Cass. Com. 10 janvier 2012, n°11-10018; J-P. Sortais, BJE, juillet 2012, n°4, p. 209, F-X. Lucas, BJS, avril 2012, n° 04, p. 295.

792 F-X. Lucas « Qualification de passif exigible des avances en compte courant d'associés », BJS, 2012, n° 04, p. 295.

793 J.-P. Garçon, « Le droit au remboursement permanent des comptes courants d'associés », JCP E, octobre 1998, n°40, p. 1536 et s. ; Cass. com., 15 juillet 1982, n° 81-10535 ; note JP. Sortais, Rev. Sociétés, 1983, p. 75 ; Cass. com., 24 juin 1997, n° 95-20056 ; note B. Saintourens, BJS., novembre 1998, n°10, p. 153 ; note P. Mousseron, JCP G, décembre 1997, n°50, p. 550 ; note J. Honorat et H. Hovasse, Defrénois, mai 1998, n°10, p. 667 ; Cass. com., 3 novembre 2004, n° 01-17491; note F.-G. Trébulle, Dr. sociétés, février 2005, n°2, p. 11, note B. Dondero, GP, avril 2010, n°111, p. 18 ; Cass. com., 14 novembre 2006, n° 05-15851 ; note C. Champaud et D. Danet, RTD com, janvier 2007, n°1 p. 140 ; Cass. com., 9 octobre 2007 : n° 06-19.060; note , J.-P. Legros, Dr. sociétés, janvier 2008, n°1, p. 14 ; note J.-F. Barbièri, BJS, janvier 2008, n°1, p. 17 ; Cass. com., 10 mai 2011, n° 10-18749 ; note A. Cerati-Gauthier, RLDA, juillet 2011, n°62, p. 10 ; note D. Gibirila, J. sociétés, juillet 2011, n°89, p.48 ; note R. Mortier, Dr. sociétés, août 2011, n°8, p. 15 ; note M. Laroche, J. sociétés, décembre 2012, n°104, p. 22.

idée, la Cour d'appel de Douai considérait dans un arrêt de du 28 octobre 2010 que « le paiement du solde d'un compte courant d'associé étant immédiatement exigible, il doit figurer dans le passif exigible ». Cet arrêt avait été annulé par la Cour de cassation au motif que la Cour d'appel n'avait pas recherché si le « remboursement avait été demandé »⁷⁹⁴ pour ces avances en compte courant d'associés. Cette décision semble de prime abord discutable. Comme le relève le professeur LUCAS⁷⁹⁵, « on peut s'étonner que ce ne soit pas à la partie, à qui l'on reprochait d'avoir faussement attesté de l'absence de cessation des paiements (...), d'objecter que le solde des comptes courants n'était pas exigible⁷⁹⁶ ». Par ailleurs, il relève qu'en exigeant que le remboursement du compte courant ait été exigé, la Cour de cassation prenait une position en contradiction avec son analyse traditionnelle de l'article L. 631-1 du Code de commerce⁷⁹⁷. En effet, la créance est prise en compte dans l'état de cessation des paiements si elle est exigible, et peu important qu'elle soit ou non exigée. Cette analyse dérogatoire s'explique selon cet auteur par la nature spécifique du compte courant d'associé. En effet, « l'associé qui finance la société au moyen d'avances en compte courant n'est pas un créancier comme les autres et on peut estimer qu'il ne provoquera pas la cessation des paiements de la société en exigeant un remboursement brutal des sommes qui lui sont dues. Il n'est pas déraisonnable de considérer que, tant qu'il n'a pas sollicité un tel remboursement, son état d'associé le conduit à accorder en quelque sorte un moratoire tacite à la société »⁷⁹⁸. Selon le professeur LUCAS en cas de difficulté, le créancier d'un compte courant d'associé voit « son intérêt de créancier s'effacer derrière l'intérêt social ». On relèvera d'ailleurs que la Cour de cassation encadre le droit au remboursement de l'associé en cas de difficulté financière de la société bénéficiaire du prêt. Dans un arrêt du 1er juillet 2008, la Cour de cassation a précisé qu'un « associé qui demande le remboursement de son compte courant d'associé au détriment de l'intérêt de la société et en la plaçant dans une situation financière difficile commet une faute de gestion »⁷⁹⁹. Le compte courant de la holding de financement est une créance spécifique. La double qualité de créancier et d'associé influence l'analyse du juge sur cette créance. On relèvera que la spécificité de la créance de compte courant

794 Cass. Com. 10 janvier 2012, n°11-10018; J-P. Sortais, BJE, juillet 2012, n°4, p. 209, F-X. Lucas, BJS, avril 2012, n° 04, p. 295.

795 F-X. Lucas « Qualification de passif exigible des avances en compte courant d'associés », BJS, 2012, n° 04, p. 295.

796 Cass. com., 27 février 2007, n° 06-10170 : note B. Saintourens, RPC, décembre 2007, n°4, p. 222 ; note M. Cabrillac et P. Pétel, JCP E, septembre 2007, n°39, p. 20 ; note P. Roussel-Galle, RJC, septembre 2007, n°5, p.365 ; note FX. Lucas, RDBF, mars 2007, n°2, p. 25.

797 Cass. com., 14 mai 2002, n° 98-22446 ; note P. Pétel, JCP E, septembre 2002, n°39, p. 1520 ; note FX. Lucas, RDBF, septembre 2002, n°5, p.262 ; note A. Lienhard, D., juin 2002, n°22, p. 1837.

798 F-X. Lucas, « Qualification de passif exigible des avances en compte courant d'associés », art. préc., p. 295.

799 Cass. Com. 1er juillet 2008, n° 07-16.215 ; note R. Mortier, Dr. sociétés, novembre 2008, n° 11, p. 20.

n'entraîne pas la perte de la qualité de créancier et des prérogatives attachées à ce statut. Ainsi dans un arrêt récent de Cour d'appel de Paris⁸⁰⁰, le juge a considéré que le titulaire d'un compte courant d'associé était un créancier habilité à voter dans le cadre des comités.

Comme nous venons de le voir, la mise en place d'un financement peut perturber l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. L'influence des financements structurés sur le régime des procédures collectives ne s'arrête cependant pas aux portes de la procédure collective. Ces montages affectent aussi les leviers classiques de la saisie collective. Lorsqu'ils n'ont pas permis empêcher la mise en place de la saisie collective, les financements structurés exploitent de façon optimale les outils de la saisie du patrimoine pour tenter de limiter les effets de la procédure collective.

Chapitre 2

Financements structurés et perturbation de la reconstitution du patrimoine du débiteur

282. **L'influence des financements structurés sur la reconstitution du patrimoine du débiteur.** La saisie collective doit permettre la saisie de l'ensemble de l'actif du débiteur et la détermination de son passif. L'efficacité des financements structurés face à la procédure collective doit s'apprécier à l'aune de la résistance de ces derniers à ces leviers classiques de la saisie collective. Dans un premier temps, nous tenterons d'analyser l'influence des financements structurés sur la reconstitution du patrimoine du débiteur. Comme nous le constaterons, les financements structurés fragilisent les mécanismes de reconstitution du patrimoine en France (Section 1). Par ailleurs, les financements structurés s'appuient régulièrement sur des éléments d'extranéités qui viennent complexifier la reconstitution du patrimoine du débiteur (section 2).

Section 1. Financements structurés et perturbation de la détermination du périmètre du patrimoine en France

800 CA Paris 11 Mai 2016, n°16-03704, note F.X Lucas, BJE, juillet 2016, n°4, p. 241.

283. **L'influence des financements structurés sur la reconstitution du patrimoine du débiteur en France.** Les financements structurés ne sont pas le premier outil utilisé par les créanciers pour tenter de se prémunir des effets de la procédure collective. Nombreux sont les créanciers qui ont été tentés de s'appuyer sur les sûretés ou des montages issus du droit des obligations pour garantir leurs créances. Face aux abus de certains créanciers, l'un des leviers traditionnels pour reconstituer le patrimoine est la remise en cause de certains actes réalisés durant la période suspecte. L'annulation des actes suspects permet de reconstituer le patrimoine du débiteur. Les financements structurés exploitent cependant les limites de certains cas de nullité de la période suspecte (1§). La méthode consistant à ne considérer que certains *instrumentum* juridiques comme suspects favorise l'utilisation de montages s'appuyant sur d'autres mécanismes juridiques. Par ailleurs, les financements structurés, en plus de fragiliser les règles classiques de reconstitution de l'actif, rendent plus complexe la détermination du passif et l'identification des créanciers (2§).

1§. La remise en cause des financements structurés durant la période suspecte

284. **Les limites de la période suspecte face aux financements structurés.** La liste des actes qui peuvent être contestés dans le cadre de la période suspecte est limitée. Nous verrons que les articles L.632-1 du Code de commerce et suivants montrent une faiblesse structurelle de rédaction. La première possibilité de remettre en cause les financements structurés consiste à s'appuyer sur les nullités juridiques visant des *intrumentums* juridique spécifiques (1). On peut tenter de faire annuler certaines opérations en les rapprochant d'instruments juridiques dont la mise en place ou l'exécution est encadrée en période suspecte. La mise en place d'une opération de titrisation présente des similarités avec la mise en place d'une fiducie. Cette méthode n'est cependant pas pleinement satisfaisante. En opérant une sélection des financements structurés jugés suspects en fonction de l'*instrumentum* juridique dont ils se rapprochent, les articles L.632-1 du Code de commerce et suivants entraînent une asymétrie de traitement injustifiée entre des montages dont les effets sont proches. A l'inverse, certains cas d'actes suspects ne visent pas des instruments juridiques spécifiques, mais des situations juridiques plus génériques. Ces cas pourraient être utilisés pour contester certains schémas de financements structurés (2).

A. La mise en place des financements structurés durant la période suspecte

285. La mise en place d'un financement structuré et nullité de la période suspecte.

L'article L.632-1 du Code de commerce définit une liste limitative des actes considérés comme suspects. Cette méthodologie est fragilisée par la logique des financements structurés. Comme nous l'avons vu dans la première partie de cette étude, les financements structurés ne se définissent pas tant par l'*instrumentum* juridique qui leur sert de support que par l'objectif qu'ils servent. Comme nous l'avons déjà évoqué, les financements structurés s'appuient sur différents types d'instruments juridiques, mais s'articulent autour de fonctions communes qui créent des interférences avec la procédure collective. Pour apprécier la résistance des financements structurés aux procédures collectives, il convient donc d'analyser le risque de voir ces montages assimilés aux instruments juridiques pouvant être remis en cause en période suspecte. La première possibilité consisterait à assimiler les financements structurés à des sûretés. Comme nous l'avons évoqué⁸⁰¹, certaines similarités existent en financement structuré et sûretés. La validité des montages pourrait alors être contestée au visa de l'article L.632-1 I 6° du Code de commerce.

La seconde possibilité face à certaines configurations de financements structurés, notamment la titrisation, est d'assimiler ces montages à des instruments juridiques nommés comme la fiducie. Le raisonnement par analogie pourrait être valable dans certaines configurations spécifiques. Il semble cependant que le législateur, en établissant une liste exhaustive de mécanismes juridiques pouvant être remis en cause durant la période suspecte, incite les praticiens à chercher des outils offrant des avantages similaires mais s'appuyant sur des mécanismes juridiques distincts. La logique de contournement qui anime les praticiens des financements structurés est favorisée par la mise en place d'une liste exhaustive de mécanismes. Cette logique de la liste de mécanismes condamne le législateur à amender et compléter régulièrement⁸⁰² l'inventaire des mécanismes jugés condamnables en période suspecte. Ces modifications ayant souvent pour but de répondre à de nouvelles formes de montages. Cette méthode consistant à désigner des mécanismes juridiques spécifiques n'est cependant pas la seule envisageable. Comme nous le verrons, il est possible d'envisager de définir des « situations » suspectes, plutôt que des « instruments juridiques » dont la mise en

801 Voir en ce sens « 2§. Les stratégies des financements structurés : une méthode distincte de celle des sûretés », p. 64.

802 C. com. art. L632-1 9° lors de la loi du 21 février 2007, C. com. art. L632-1 10° lors de l'ord. du 18 décembre 2008, C. com. art. L632-1 11° avec l'ord. du 9 décembre 2010 et C. com. art. L632-1 12° lors de l'ord. du 12 mars 2014.

en place serait suspecte. Cette seconde méthode sera plus efficace face aux financements structurés.

286. **La mise en place d'un financement structuré et nullité des sûretés durant la période suspecte.** Comme nous l'avons vu dans la première partie de cette étude, certains financements structurés présentent d'importantes similarités avec les sûretés. Le premier fondement qui pourrait permettre d'envisager de demander la nullité de certains des financements structurés est fondé sur l'article L.632-1 I 6° du Code de commerce. Cet article permet de remettre en cause une prise de sûreté réalisée pendant la période suspecte. L'article L.632-1, I, 6° du Code de commerce ne se préoccupe pas de l'ensemble des mécanismes qui produiraient un effet de garantie mais cible une liste de sûretés réelles particulières (l'hypothèque, le nantissement et le gage). Cette lecture stricte des sûretés risquant d'être remise en cause par les nullités de la période suspecte offre, certes, une meilleure prévisibilité juridique mais semble inadaptée face à l'essor des financements structurés. On peut s'interroger sur la pertinence de cette liste d'instruments juridiques. Certains financements structurés peuvent parfois avoir des effets proches de celui de certaines sûretés. Pourtant ces structures ne seront pas fragilisées. Le transfert d'un bien au sein d'une structure *ad hoc* durant la période suspecte est-elle moins répréhensible que la mise en place d'un nantissement ? Pour autant, ils ne pourront pas être remis en cause car ils ne s'appuient pas sur l'une des figures juridiques énumérées dans la liste de l'article L.632-1 I 6°. Le transfert de biens ne s'opère pas vers un patrimoine fiduciaire, l'article L.632-1 7° n'aura donc pas vocation à jouer. Pourtant ce transfert d'actifs pourrait aboutir à rendre plus difficile la saisie de l'actif en question. Il est possible que d'autres montages des financements structurés soient plus menacés par les nullités de la période suspecte notamment le mécanisme de la titrisation.

287. **L'assimilation de la mise en place d'une opération de titrisation à une fiducie suspecte.** La titrisation est une forme de fiducie innommée⁸⁰³. Or l'article L.632-1 du Code de commerce permet de remettre en cause « tout transfert de biens ou de droits dans un patrimoine fiduciaire ». Il semble légitime de s'interroger sur l'influence de cette formule sur les montages s'appuyant sur la titrisation. Cette nullité vise-t-elle l'ensemble des fiducies

803 « Sans attendre l'introduction sous forme nommée de la fiducie par la loi du 19 février 2007, le droit français avait déjà comblé certaines de ses lacunes en prévoyant des régimes particuliers de fiducies innommées (...) notamment la titrisation », F. Barrière, « La fiducie. Commentaire de la loi numéro 2007-211 du 19 février 2007 (première partie), », BJS, 2007, n°4, p. 440 et s.

nommées ou non, ou est-elle réservée à la fiducie mise en place dans le cadre de l'article 2011 du Code civil ?

288. Les éléments en faveur de l'utilisation de l'article L.632-1 9° du Code de commerce face à la titrisation. Le premier argument en faveur d'une vision large de la notion de fiducie visée par l'article L.632-1 9° du Code de commerce tient à la volonté exprimée par le législateur lors des travaux préparatoires sur la fiducie. Dans le cadre du procès-verbal de la séance du 8 février 2005 reprenant les débats du Sénat sur la proposition de loi instituant la fiducie⁸⁰⁴, le législateur considérait que les créanciers du débiteur pourraient « faire annuler le contrat lorsqu'il aura été passé pendant la période qui sépare la date de cessation des paiements de celle de l'ouverture d'une procédure collective, dite période « suspecte » (...) ». Cette disposition devait permettre de soumettre aux nullités de la période suspecte « non seulement les fiducies qui seraient créées en vertu du nouveau titre du Code civil prévu par la présente proposition de loi, mais aussi les « fiducies » innommées d'ores et déjà existantes, qui disposent déjà d'un régime analogue sans être qualifiées de fiducies, et qui jusque-là échappaient à ces nullités. ». On relèvera d'ailleurs que cette volonté transparaît indirectement dans la rédaction du législateur.

Il convient ainsi de noter qu'aucune référence à l'article 2011 du Code civil n'est faite dans l'article L.632-1 9° du Code de commerce. Pourtant lorsque le législateur visait certains mécanismes spécifiques, il n'a pas hésité à citer le fondement textuel support de mécanisme visé⁸⁰⁵. Il convient par ailleurs de relever⁸⁰⁶ que lorsque le législateur entend réserver un traitement spécifique aux seules fiducies nommées, il fait référence aux textes qui servent de base à cet instrument juridique⁸⁰⁶. Conformément à l'adage *ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*, on serait tenté d'affirmer que lorsque la loi ne distingue pas, il ne faut pas distinguer.

Enfin le dernier argument en faveur d'une interprétation large de la notion de fiducie visée par l'article L.632-1 9° tient au principe d'égalité des créanciers. En effet, au regard de la rigueur du législateur face à la mise en place de fiducie durant la période suspecte, on comprendrait difficilement ce qui autoriserait la mise en place de financements structurés s'appuyant sur une titrisation dont l'effet est proche. Malgré l'ensemble de ces éléments, il est

804 Compte rendu de la séance du sénat du 8 février 2005 sur la proposition de loi instituant la fiducie, P. Marini.

805 Le texte vise par exemple uniquement les levées d'options définies aux articles C. com. L. 225-177 et s.

806 « Le I de l'article L. 632-1 est complété par un 9° ainsi rédigé : « 9° Tout transfert de biens ou de droits dans un patrimoine fiduciaire en application des articles 2011 et s. du Code civil. », depuis la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie, Art. 18.

n'est pas certains que des opérations de titrisation soient remises en cause au visa de cet article en raison des limites de l'article L.632-1 9° et des spécificités des opérations de titrisation.

289. **Les limites de l'utilisation de l'article L.632-1 9° du Code de commerce face à la titrisation.** On relèvera que la jurisprudence avait refusé d'étendre la sanction des nullités de la période suspecte à certaines formes de fiducie innommées. Ce refus a notamment été exprimé en matière de cession Dailly dans l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 28 mai 1996⁸⁰⁷. On relèvera cependant que cette décision avait été rendue avant l'introduction de l'article L.632-1 7° du Code de commerce. Ainsi la décision de la Cour d'appel de Paris qui avait été annulée, avait été rendue au visa de l'article L.632-1 6° du Code de commerce. Le raisonnement par analogie proposé par la Cour d'appel de Paris reposait sur l'assimilation de la cession Dailly à une forme de nantissement. La Cour de cassation avait rejeté ce raisonnement⁸⁰⁸. Il n'est pas évident que le parallèle entre une cession Dailly et une fiducie au sens de l'article L.632-1 9° aurait été rejeté de la même façon. En réalité, il semble difficile de comprendre la raison qui entraîne la paralysie de certaines formes de financements structurés et en laisse d'autre fonctionner. La logique consistant à énumérer des instruments juridiques montre ses limites. Cette méthode n'est pas systématiquement retenue dans le cadre des nullités de la période suspecte. Certains cas de nullité ne visent pas un concept juridique précis mais désignent des objectifs répréhensibles. C'est notamment le cas de l'article L.632-2 du Code de commerce qui vise l'ensemble des « paiements pour dettes échues effectués à compter de la date de cessation des paiements et les actes à titre onéreux accomplis à compter de cette même date (...) si ceux qui ont traité avec le débiteur ont eu connaissance de la cessation des paiements. ». En raison de leur caractère général, ce type de cas de nullités est difficile à contourner. Ces instruments pourraient être une réponse efficace face aux financements structurés. Comme nous l'avons vu en matière de titrisation, les raisonnements par analogie avec des instruments juridiques sont sujets à débat. En revanche l'article L.632-2 du code de commerce pourrait être plus efficace.

807 Cass. com., 28 mai 1996, n° 94-10361; note MJ Campana et JM Calendini, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, 1996, n°57, p. 207.

808 « la cession de créance consentie dans les formes de la loi du 2 janvier 1981 transfère au cessionnaire la propriété de la créance cédée, même lorsqu'elle est effectuée en vue de garantir le paiement du solde d'un compte courant et sans stipulation d'un prix, de sorte qu'une telle cession n'est pas une constitution d'un droit de nantissement sur un bien du débiteur », Cass. Com du 28 mai 1996, n°94-10361 ; note MJ Campana et JM Calendini, *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, septembre 1996, n°57, p. 207.

290. **La remise en cause des cessions de créances dans le cadre d'une opération de titrisation durant la période suspecte.** Une autre possibilité de fragiliser les montages s'appuyant sur la titrisation serait de remettre en cause les cessions de créances qui accompagnent ces opérations. Lors de l'examen de la loi de sécurité financière un amendement disposait « que les créances réalisées sont également acquises au FCC, en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaires réalisée à l'encontre du cédant postérieurement à la cession ». Cette disposition avait finalement été retirée par le Sénat. Comme le constate le Sénateur MARINI, il existe donc « un risque de voir les cessions conclues en période suspecte annulées »⁸⁰⁹. Si le risque de remise en cause de la cession au visa de l'article L.632-1 4^o⁸¹⁰ semble réduit tant que les cessions de créances sont effectuées au nominal et que la seule obligation des cédants est de céder les créances. En revanche, le risque de voir ces cessions remises en cause au visa de l'article L.632-2 du Code de commerce n'est pas négligeable. Les créanciers issus de ces montages bénéficient souvent d'un accès privilégié à la situation financière du débiteur. Comme nous le verrons, cet article est particulièrement efficace face à de nombreux type de financement structurés. Si le risque de voir la titrisation ou les cessions de créances afférentes remises en cause durant la période suspecte semble limité, il ne peut pas être considéré comme nul. Comme l'explique le sénateur MARINI, ce risque dégrade la perception des agences de notation des FCC français et entraîne un renchérissement du coût du crédit. L'absence de texte spécifique permettant de conforter les cessions de créances est d'autant plus discutable qu'à nouveau le législateur établit une distinction entre deux créanciers proches, en raison de l'utilisation d'instruments juridiques distincts. En effet, l'article prévoit que « les dispositions de l'article L. 632-2 du Code de commerce ne sont pas applicables aux contrats conclus par ou avec une société de crédit foncier, ni aux actes juridiques accomplis par une société de crédit foncier ou à son profit, dès lors que ces contrats ou ces actes sont directement relatifs aux opérations prévues à l'article L.513-2 ».

291. **Les limites de la liste actuelle des actes nuls face aux montages.** Les articles L.632-1 et L.632-2 du Code de commerce définissent parfois des mécanismes juridiques précis (ex : L.632-1 6^o qui reprend certaines sûretés, L.632-1 9^o qui vise les patrimoines fiduciaires...). Lorsque le cas de nullité de la période suspecte désigne un ou plusieurs instruments juridiques

809 P. Marini, « La loi de sécurité financière : un an après juillet 2004 », Rapport du sénat, n° 431.

810 « Tout paiement pour dettes échues, fait autrement qu'en espèces, effets de commerce, virements, bordereaux de cession visés par la loi n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises ou tout autre mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires », C. com. art. L632-1 4^o.

précis, le montage du financement structuré ne peut être remis en cause que lorsqu'il est analogue au cas répertorié. Cette méthode présente deux inconvénients majeurs :

- elle entraîne dans certains cas des différences de traitement profondes entre des créanciers dans des situations proches (ex : le créancier couvert par une fiducie et celui bénéficiant d'une titrisation). Les distinctions entre deux situations proches fondées uniquement sur l'instrument juridique utilisé sont discutables⁸¹¹;
- elle incite les praticiens à contourner le risque de remise en cause durant la période suspecte. Pour cela, ces praticiens s'appuieront sur des mécanismes non répertoriés dans les articles L.632-1 et suivants du Code de commerce.

Cette méthode n'est pas cependant pas la seule utilisée dans le cadre des nullités de la période suspecte. Certains cas de nullités peuvent viser des situations juridiques plus génériques plutôt que des instruments juridiques spécifiques. En retenant une approche téléologique proche de celle des financements structurés, ces cas de nullités de la période suspecte deviennent plus difficiles à contourner. La mise en place de montage ne risquant pas d'être remise en cause par ce type de nullité est plus délicate.

B. La nécessité d'une méthode plus adaptée à l'encadrement des financements structurés

292. Les financements structurés face aux cas de nullités de la période suspecte ne visant pas des instruments juridiques spécifiques. Les cas de nullité de la période suspecte ne visent pas systématiquement des instruments juridiques précis. Ils touchent parfois des configurations plus larges. Cette logique est particulièrement marquée dans :

- l'article L.632-1 2° du Code de commerce qui permet de remettre en cause la mise en place d'un contrat commutatif déséquilibré ;
- l'article L.632-2 du Code de commerce qui permet de remettre en cause les paiements pour dettes échues réalisés auprès d'un créancier ayant eu connaissance de la cessation des paiements du débiteur.

293. La mise en place d'un financement structuré et nullité du contrat commutatif déséquilibré. L'article L.632-1 2° du Code de commerce permet la remise en cause des

811 « Ainsi pourra-t-on s'interroger longuement sur la justification de la paralysie en période d'observation de l'efficacité de la fiducie-sûreté nommée du Code civil tandis que la fiducie innommée (...) conserve elle une pleine efficacité. », F.X Lucas, « Les principales modifications de la procédure de sauvegarde dans le projet de réforme », GP, 2008, n° 313, p. 11 et s.

contrats commutatifs déséquilibrés. Cet article constitue un intermédiaire entre les cas visant un instrument juridique précis et ceux visant des configurations plus larges. L'article L.632-1 2° ne fait référence non pas à d'instrument juridique mais vise une catégorie d'instruments juridiques : les contrats. La première limite à cette hypothèse de nullité tient donc à nouveau à la typologie de techniques utilisées comme support du financement structuré. Seuls les financements structurés reposant sur des contrats pourront être remis en cause. Il semble ainsi difficile d'envisager la nullité de la mise en place de montages s'appuyant sur des structures sociétaires (une entité *ad hoc*) ou sur des structures légales (une entité de titrisation). Cependant, l'utilisation d'une technique alternative de structuration du financement ayant pour seul but d'échapper à l'article L.632-1 2° du Code de commerce devrait être plus rare. Les contrats servent de supports à de nombreux montages. Par ailleurs, il n'est pas systématiquement envisageable de remplacer une structure contractuelle souple et flexible par une structure légale, dont le cadre constitue souvent un carcan difficilement adaptable aux montages des financements structurés. Le contrat de financement pourrait sans doute, dans certaines configurations, être considéré comme un « contrat déséquilibré ». Les documentations de crédits sont souvent rédigées de façon favorable aux créanciers. Outre les obligations d'informations qui peuvent peser sur le débiteur, celui-ci est parfois contraint par des *covenants* limitatifs restreignant certaines décisions (l'encadrement des dividendes⁸¹², l'interdiction des cessions d'actifs, le maintien du même actionnariat...) voire même des *covenants* positifs imposant certains choix (gestion du BFR, plan d'investissement...). Autant d'obligations qui pourraient amener le juge à conclure à la prédominance du créancier dans les rapports contractuels. Cependant, comme le constate une praticienne « la menace de l'action en nullité de période suspecte est souvent inopérante sur les documents de financement LBO »⁸¹³. En effet dans la majorité des cas, les contrats de financement ayant été signés largement en amont de la période suspecte, ils ne peuvent pas être remis en cause. En revanche comme le souligne cet auteur certaines dispositions relatives à la nullité de période suspecte prennent « une dimension susceptible d'inquiéter les banquiers »⁸¹⁴ notamment l'article L.632-2 du Code de commerce.

812 L. Chammas, F. Danos, D. Marcheteau, «Financement d'un LBO », actes pratiques et ing. soc., 2008, n° 99, p. 14.

813 D. Caramalli, « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », D., 2013, p. 451 et s.

814 D. Caramalli, « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », art. préc., p. 451 et s.

294. **La remise en cause du paiement reçu par le créancier en raison des clauses d'information du contrat de financement.** L'article L.632-2 du Code de commerce est particulièrement menaçant pour les créanciers issus des financements structurés. L'article L. 632-2 du Code de commerce permet la remise en cause des paiements effectués aux profits des créanciers qui ont traité avec le débiteur en ayant connaissance de sa cessation des paiements. Or, les contrats de financement comportent souvent des *covenants* d'informations (*information undertakings*) dans le cas d'un financement structuré dont l'objectif est « d'informer le créancier de la situation financière du débiteur »⁸¹⁵. Ces *covenants* peuvent prendre la forme :

- d'informations périodiques avec remises de pièces à échéances convenues (*reporting* mensuel, comptes annuels, etc.) ;
- d'informations ponctuelles (obligation de communication de tout événement important, rédaction de note sur la situation financière à la demande du prêteur, réunions avec le management, etc.) ;
- d'un droit à un audit en cas de de bris de covenant (clause *Independent Business Review*).

Il sera difficile pour un créancier qui reçoit mensuellement des états financiers de la société ou qui vient de mandater un cabinet spécialisé pour faire une revue indépendante de son débiteur d'affirmer qu'il n'est pas conscient de la cessation de paiement du créancier. Or une fois démontrée cette connaissance des créanciers, les paiements y compris de dettes échues peuvent être remis en cause dans le cadre de l'article L.632-2 du Code de commerce. Dans ce cas, le fait que le contrat de financement ait été signé en amont des difficultés ne permettra pas aux créanciers de réduire le risque de nullité. La date de référence n'est pas celle de la mise en place du contrat de financement mais bien celle des remboursements de la dette. Ainsi l'établissement financier qui sera intervenu activement dans la mise en place du LBO, qui aura suivi assidûment les résultats du groupe notamment dans le cadre des *covenants* financiers et qui aura conclu une convention de compte-courant avec le véhicule, sera probablement considéré comme ayant une connaissance de son état financier⁸¹⁶. Une analyse similaire sera souvent possible dans la majorité des cas de financements via des titres ou des prêts participatifs. Comme le souligne le professeur MARTIN-SERF « le prêteur participatif

815 A. Terren et P. Thomas, « Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ? », art. préc., p. 16 et s.

816 « une banque ayant (...) une convention de compte (...) avec le débiteur et ayant eu des relations d'affaires suivies (...) connaît nécessairement son état de cessation des paiements », CA Paris 26 mai 1994, D. 1994, IR, 207.

peut se trouver mieux placé qu'un autre créancier pour détecter les premières difficultés sérieuses de trésorerie de la société emprunteuse, et il peut être tenté de profiter de ses liens privilégiés avec l'entreprise pour obtenir des dirigeants de cette dernière le remboursement de son prêt dont l'échéance survient en période suspecte»⁸¹⁷. Le créancier issu des financements structurés pourrait donc voir remis en cause des paiements réalisés, conformément à l'échéancier contractuel. Cette remise en cause pourrait toucher des paiements effectués durant une période pouvant aller jusqu'à 18 mois avant l'ouverture de la procédure collective. Cette nullité est certes soumise à l'appréciation du juge, mais le risque n'en reste pas moins réel. La formulation retenue dans l'article L.632-2 du Code de commerce est particulièrement redoutable. En effet si le créancier désire rester informé régulièrement de la santé financière de son débiteur, il ne pourra pas échapper au risque de remise en cause des paiements prévu par l'article L.632-2 du Code de commerce. Cette menace existe quel que soit l'instrument juridique utilisé.

295. Les limites des nullités de la période suspecte face aux mécanismes issus des financements structurés. En résumé, il semble possible de mettre en avant deux éléments dans les articles L.632-1 et L.632-2 du Code de commerce que les financements structurés pourraient exploiter :

- l'existence de cas de nullité faisant référence à des instruments juridiques précis risquant de favoriser le contournement par les montages des financements structurés ;
- l'existence de limite temporelle à la période suspecte.

296. Les limites liées à la définition d'un inventaire de concept juridique considéré comme suspect. Comme nous l'avons vu, certains cas de nullités de la période suspecte renvoient à des instruments juridiques spécifiques. Afin de limiter le risque de remise en cause de leurs montages, les praticiens des financements structurés seront souvent tentés de recourir à des instruments juridiques non répertoriés comme suspects mais ayant des fonctions proches. Certaines modifications pourraient permettre de limiter ce risque. Dans certains cas, il semble envisageable de recourir à des définitions plus « fonctionnelles » que « conceptuelles » dans la définition des actes pouvant être remis en cause dans le cadre de la période suspecte. On pourrait envisager d'interdire de façon globale la mise en place de

⁸¹⁷ JCl. Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires des entreprises, fasc. 41-60, Effets à l'égard des créanciers prêteurs de capitaux, mai 2014, A. Martin-Serf.

« garanties » pour dettes antérieurement contractées plutôt que de ne viser que les cas de l'hypothèque, du nantissement et du gage dans le cadre de l'article L.631-1 6°. Comme le souligne un auteur « en alignant le régime des garantie, on dissuade les créanciers (...) et spécialement les établissements financiers de chercher une parade »⁸¹⁸. Cet auteur résume en affirmant que cette logique permet « l'éviction des stratégies de contournement ». Ce choix éviterait sans doute des inégalités de traitement entre des créanciers dont la situation est proche mais n'ayant pas eu recours au même mécanisme juridique. Il existe dans le cadre de la période suspecte une seconde limite qui pourrait être exploitée par les financements structurés : la limite temporelle.

297. Les limites temporelles de la période suspecte. Certains auteurs soulignent les limites des nullités de la période suspecte pour lutter contre les financements structurés. En effet, « un grand nombre d'opérations échappent aux sanctions de l'action en nullité de la période suspecte alors qu'elles conduisent à des transferts de richesse »⁸¹⁹. Les financements structurés tendent à exploiter les limites temporelles de la procédure collective⁸²⁰. Ainsi en se fondant sur un mécanisme effectif avant le début de la procédure, le créancier pourra s'appuyer sur la force d'un droit déjà consolidé au moment des premières difficultés. On pourra citer à titre d'exemple les opérations de cession des actifs de la société cible qui accompagnent souvent la mise en place d'un financement d'acquisition. Le cas de Cœur défense⁸²¹ est sans doute l'un des plus représentatifs de cette tendance. La titrisation des loyers avait été concomitante à la mise en place du financement de l'actif. Ces opérations interviennent souvent au moment de la structuration du montage, bien avant que la société cible ne commence à périlcliter. Afin de lutter plus efficacement contre ces transferts intervenus très en amont de la cessation des paiements ces auteurs proposent « de faire remonter le début de la période suspecte à l'état d'insolvabilité, c'est-à-dire à la date à laquelle la société anticipe qu'elle ne pourra plus régler ses créances à terme »⁸²². Si nous partageons le constat de ces auteurs, nous serons plus prudent sur les réformes permettant de corriger les

818 P-M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.75.

819 S. Vermeille et A. Debaudre, « LBO et traitement des conséquences de l'excès d'endettement », revue banque et stratégie, 2012, n° 309, p. 20 et s.

820 Voir en ce sens « B. L'utilisation des limites des procédures collectives », p. 48.

821 CA Versailles, 19 janvier 2012, n° 11-03519 ; note M. Menjucq, RPC, mars 2012, n°2, p. 15; R. Dammann et L. De. Germay, BJS, avril 2012, n° 4, p. 329 et s. ; B. Saintourens, RPC, mars 2012, n°2, p. 48 ; A. Bordenave, Lexbase Hebdo. Ed. Affaires, février 2012, n° 285, N. Morelli, Rev. Sociétés, septembre 2012, n°9, p. 523 et s. ; C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n°217, p. 97; G. Saint Marc, Rev. Banque, avril 2013, n°759, p. 66.

822 S. Vermeille et A. Debaudre, « LBO et traitement des conséquences de l'excès d'endettement », art. préc., p. 20 et s

transferts de richesse excessifs engendrés par certaines structures de financements. Les nullités de la période suspecte permettent de déroger au droit commun et de remettre en cause des actes qui auraient été parfaitement licites s'ils n'étaient intervenus durant cette période. Les extensions de cette période portent atteinte à la sécurité juridique des tiers. Il conviendra donc d'être vigilant sur toutes nouvelles possibilités d'étendre cette période.

Il convient de noter que les financements structurés n'influencent pas uniquement la définition de l'actif. Dans certains cas ces montages pourront avoir un impact sur la composition du passif.

2§. La composition du passif et les financements structurés

298. **L'influence des différentes clauses issues des financements structurés sur la composition du passif.** La composition du passif peut parfois être influencée par certaines clauses du contrat de financement (A). L'efficacité de ces clauses en cas de procédure collective est souvent liée à la façon dont elles sont structurées (B).

A. Les clauses du contrat de financement perturbant le passif

299. **L'influence des financements structurés sur la détermination du passif.** L'article R.624-2 du Code de commerce prévoit que le mandataire judiciaire établit la liste des créances. Cet inventaire répertorie les créanciers du débiteur et le montant de leurs créances. Dans certaines configurations, les financements structurés peuvent perturber la détermination du passif du débiteur sur ces deux aspects. Les financements structurés peuvent entraîner un décorrélation entre le montant nominal de la créance détenue par le créancier et le risque économique encouru par ce dernier. Par ailleurs, certaines clauses peuvent entraîner des changements sur la personne même du créancier durant la restructuration.

300. **Les outils entraînant une dissociation de la propriété de la créance et du risque de défaut.** La première problématique est celle des montages entraînant une distorsion entre deux montants :

- le nominal dont le créancier est juridiquement propriétaire ;
- le montant pour lequel ce créancier est économiquement exposé.

Comme nous l'avons vu, il existe deux principaux cas de distorsions entre la propriété juridique de la créance et le risque économique :

- la première configuration est celle du créancier qui bénéficie d'une couverture en cas de défaut de paiement du débiteur. Ce schéma est notamment celui de créancier ayant souscrit des CDS. Le mécanisme du CDS au créancier de rester titulaire de la créance d'origine tout en cédant son risque de crédit à d'autres investisseurs⁸²³. Ces instruments permettent au créancier de se couvrir du risque lié à la survenance d'évènements de crédit contractuellement définis par la documentation ISDA. Dans cette configuration, le risque du créancier est inférieur au nominal de sa créance. Ce risque pouvant dans certains cas être nul. En revanche, l'organisme de couverture est titulaire d'un risque économique sans pour autant intégrer le passif.
- La seconde configuration est celle d'un créancier ayant renoncé à certains recours. Dans cette configuration, le créancier intègre le passif alors qu'il a contractuellement renoncé à tout ou partie de ses prérogatives. Dans ce cas, le créancier pourra prétendre à des distributions issues de la réalisation de l'ensemble du patrimoine de son débiteur alors qu'il avait parfois contractuellement cantonné ses recours à certains actifs. Dans ce cas le créancier renonçant est porteur d'un risque économique. Mais ce risque devrait n'avoir aucune influence sur la procédure collective en cas de renonciation à l'ensemble de ses recours et avoir une influence limitée sur la procédure collective en cas de renonciation partielle.

Dans le cas d'une renonciation à recours, le créancier ne transfère pas son risque économique. En revanche, il abdique tout ou partie des droits dont il pourrait être titulaire notamment dans le cadre d'une procédure collective. Il renonce à agir comme le porteur du risque économique.

301. Les facultés du créancier juridique ne supportant pas un risque économique proportionné. Dans ces cas de disjonction entre la propriété juridique de la créance et du risque économique, il risque d'être délicat de savoir qui est en mesure d'exercer les prérogatives du créancier. Ainsi est-il possible de s'interroger sur l'acteur qui sera en mesure d'assigner le débiteur en redressement judiciaire ou qui pourra demander à être nommé contrôleur de la procédure ? A priori ses prérogatives restent entre les mains du créancier « juridique », et ne sont pas transférées aux éventuels porteurs du risque économique. En réalité ces instruments ont en commun de créer une déconnection entre le détenteur juridique de la créance et le titulaire du risque économique. Pourtant on peut s'interroger sur la

823 R. Dammann et S. Schneider, « La sauvegarde financière accélérée - analyse et perspectives d'avenir », D, 2011, n° 21, p. 1429 et s.; F-X Lucas et R. Dammann, « Faut-il déjà réformer la réforme du 12 mars 2014 ? », BJE, 2014, n° 3, p. 143 et s.

légitimité d'un créancier ayant cantonné ses recours à certains actifs qu'il a financé, à assigner le débiteur en procédure collective. On pourra de même se demander s'il est pertinent d'autoriser un créancier dont le risque est totalement couvert par un CDS à provoquer cette demande. Cette faculté offerte au créancier titulaire d'un CDS est de prime abord d'autant plus discutable que le créancier couvert par un CDS pourrait avoir intérêt à provoquer la procédure collective. Comme le constatent certains auteurs ces instruments « modifient considérablement les équilibres sur lesquels s'est construit le droit des procédures collectives, et qui font, par exemple, que certains créanciers se trouvent rationnellement portés à espérer la défaillance de leur débiteur, dans la mesure où celle-ci leur permettra de se faire rembourser auprès de leur contrepartie »⁸²⁴. En matière de CDS cette question est largement théorique. Les créanciers bénéficiant de ce type de couverture auront souvent une attitude immobiliste pour éviter qu'une de leurs actions ne soit utilisée par l'organisme de couverture pour réduire leurs protections. La question de l'influence de cette dé-corrélation entre le nominal de la créance et le risque économique est en revanche plus importante dans le cadre des comités de créanciers. En effet, la répartition du pouvoir au sein des comités de créanciers se fait en fonction du nominal de la créance⁸²⁵. Le principe du nominalisme monétaire est issu de l'article 1895 du Code civil, qui prévoit que « l'obligation qui résulte d'un prêt en argent n'est toujours que de la somme numérique énoncée au contrat ». Cette clef aboutit à confier le pouvoir politique à un créancier sans qu'il soit titulaire d'un risque économique équivalent. Seul le créancier au sens juridique est réputé intégrer le passif bien qu'il ne soit pas le titulaire du risque économique. Il est donc le seul habilité à intégrer le comité des créanciers défini par l'article L.626-30 du Code de commerce. Dans le cas des créanciers bénéficiaires de CDS, les créanciers bénéficiant de la couverture d'un CDS chercheront à limiter leurs implications dans des négociations risquant d'altérer leurs couvertures. Cette inertie rend souvent plus complexes les « négociations utiles en vue de l'élaboration d'un plan de sauvegarde anticipé »⁸²⁶. La question de l'impact de ses financements structurés dans le cadre de procédure collective avec comité fera l'objet d'une analyse approfondie dans le cadre de cette étude⁸²⁷. On peut néanmoins relever que lorsque le créancier juridique est entièrement couvert via un CDS, il est possible de se demander si le créancier « véritable » n'est pas

824 A. Pietrancosta et S. Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit Perspectives d'avenir ? », RTDF, 2010, n° 1, p 7.

825 C. civ. art. 1895, al. 1, « L'obligation qui résulte d'un prêt en argent n'est toujours que de la somme énoncée au contrat ».

826 L. Le Guernevé et N. Morelli, « Les nouveaux enjeux des comités de créanciers », Cah. dr. entr., 2011, n° 4, p. 17.

827 Voir sur cet aspect « A. Le débat sur le nominalisme monétaire », p. 249.

l'organisme vendeur de protection. A l'image de la solution retenue en matière de droit des sociétés qui distingue l'associé « véritable » et l'associé « bailleur de fonds »⁸²⁸, le créancier titulaire d'un CDS n'est-il pas simplement un porteur de créances. On retrouve de nombreuses similitudes entre ce créancier qui n'a pas d'incertitude sur le règlement de sa créance et le porteur de titre qui ne subit pas l'aléa social. Dans ce cas, on peut se demander si le créancier « véritable » n'est pas différent de celui qui est identifié par la procédure collective. En revanche dans certaines configurations, les financements structurés entraînent de façon certaine un changement de créancier durant la restructuration. Ce schéma est notamment celui des documentations de crédit intégrant des clauses dites *Yank-the-Bank*. La documentation de crédit permet parfois au créancier s'opposant à une décision des autres prêteurs de se faire racheter sa part. Ces clauses peuvent entraîner des modifications du passif durant les négociations intervenant lors de la restructuration.

302. **Les clauses des financements structurés permettant d'envisager de modifier le passif.** Comme le soulignent certains praticiens « la multiplicité des lignes de crédit différentes, chacune souscrite par une catégorie de créanciers différents, augmente le risque que certains créanciers agissent de façon non concertée avec les autres, souvent en fonction d'intérêts particuliers. Les (...) emprunteurs souhaitent donc pouvoir contrôler la composition du pool de créanciers et la façon dont ceux-ci aboutissent à leurs conclusions »⁸²⁹. En réponse à ce besoin, les financements structurés intègrent souvent des clauses spécifiques notamment les clauses *Yank the Bank*.

303. **Les clauses *Yank the Bank*.** Ces clauses sont « destinées à permettre d'apporter à un contrat de financement en cours d'exécution des aménagements sans qu'un participant puisse y faire obstacle. »⁸³⁰. Ces clauses peuvent offrir un levier supplémentaire dans le cadre des procédures amiables ou collectives pour régler le problème d'un créancier récalcitrant. Les termes des clauses *Yank the Bank* prévoient « que si une banque s'oppose à une décision, par

828 F-X Lucas, «Retour sur le caractère (non) léonin des promesses d'achat d'actions à prix minimum garanti », BJS, 2009, n° 6, p. 583 et s; H. Le Nabasque, « Clause de prix insérée dans les promesses d'achats de droits sociaux : l'interrogation continue. La clause doit-elle exonérer temporairement le bénéficiaire de toute contribution aux pertes ou faut-il distinguer entre contrat d'investissement et contrat de société ? », Rev. Sociétés, 2005, n°3, p. 593.

829 G. Peigney et I. Renaudie, « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux « Mezzanine Providers » - Une approche par la dynamique existant entre les parties impliquées », RDBF, 2008, n° 3, p. 65 et s.

830 J. Stoufflet, « Commentaire de diverses clauses insérées dans des contrats de financement d'opérations de LBO », RDBF, 2008, n° 2, p. 80 et s.

ailleurs acceptée par une majorité qualifiée des prêteurs, la participation de ladite banque peut faire l'objet soit d'un rachat par l'emprunteur (ce qui est rarement permis), soit d'une vente forcée au profit d'une autre institution financière choisie par l'emprunteur »⁸³¹. Il existe néanmoins un débat sur la possibilité de mettre en œuvre ce type de clause durant une procédure collective.

B. L'efficacité des clauses en cas de procédure collective

304. **Le conflit entre financements structurés et interdiction des paiements.** Les clauses dites *Yank-the-bank* peuvent contraindre un autre prêteur ou le débiteur lui-même à rembourser l'un des créancier ayant refusé une décision du pool. Lorsque ce mécanisme est activé durant une procédure collective, il a pour conséquences d'assurer le remboursement d'un créancier antérieur. Or aux termes de l'article L.622-7, alinéa 1er *in limine* : « le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture ». Cette règle a pour objectif de permettre « d'identifier le passif à apurer et, (...) de permettre un règlement ordonné de celui-ci »⁸³². L'interdiction de régler des créances antérieures trouve « son fondement (...) dans la volonté de faire régner une discipline collective, participant de l'idée de faire respecter le principe d'égalité entre les créanciers »⁸³³. La validité de ce type de clause est discutable. Pour déterminer l'efficacité de ce type de clause durant une procédure collective, il convient d'analyser séparément les clauses faisant peser le rachat de la part du créancier récalcitrant sur :

- le débiteur ;
- un autre banquier du pool.

305. **La clause dites *Yank the bank* impliquant un rachat par une banque tiers.** Afin de se soustraire à l'interdiction des paiements, les financements structurés s'appuieront sur une méthode classique consistant à contourner la règle fixée par les procédures collectives plutôt que de s'opposer frontalement à cette dernière. Comme nous l'avons évoqué⁸³⁴, la procédure

831 G. Peigney et I. Renaudie, « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux « Mezzanine Providers » - Une approche par la dynamique existant entre les parties impliquées », art. préc., p. 65 et s.

832 F. Macorig-venier, « L'exclusivité », LPA, 2011, n° 30, p. 59 et s.

833 P-M. Le Corre, « La règle de l'interdiction des paiements au lendemain de l'ordonnance du 18 décembre 2008 », GP, 2009, n° 69, p. 25.

834 Voir en ce sens les limites fonctionnelles de la procédure collective dans « A. Un outil de modification de

collective a vocation à régir les relations entre le débiteur et ses créanciers. Dans le cadre d'une clause *Yank the Bank*, le rachat de la créance est souvent réalisé entre deux créanciers. La procédure collective n'a donc pas vocation à impacter l'efficacité de cette clause.

306. **La clause dites *Yank the bank* impliquant un rachat par le débiteur.** En revanche, la règle prohibant le paiement des créances antérieures aura pleinement vocation à jouer lorsque le débiteur aura lui-même la charge du rachat de la créance du créancier qui s'oppose. L'article L.622-7 du Code de commerce pourrait alors dans certaines configurations être un frein à la restructuration du passif. En effet, il existe des configurations où le rachat d'un ou plusieurs créanciers minoritaires récalcitrants permettrait de dégager une solution consensuelle. On peut légitimement s'interroger sur la pertinence de l'interdiction pure et simple faite au débiteur de régler ce type de créance. On pourrait envisager à l'image de la règle utilisée en matière de crédit-bail, de permettre le règlement de ce type de créance lorsque ce dernier est justifié par la poursuite de l'activité et sur autorisation du juge commissaire. En effet, il semble regrettable de paralyser de façon systématique dont l'objectif est d'organiser des solutions en cas de défaillance⁸³⁵.

Comme nous venons de le voir, la mise en place de financements structurés modifie le périmètre de la saisie du patrimoine du débiteur. Les différents montages issus de ces financements perturbent tant la définition de l'actif appréhendé par la procédure que le passif dont elle a vocation à permettre l'apurement. Ces perturbations sont parfois amplifiées lorsque les montages s'appuient sur un élément d'extranéité.

Section 2. Financements structurés et perturbation de la reconstitution de l'actif hors de France

307. **L'influence des financements structurés sur la reconstitution du patrimoine du débiteur hors de France.** L'un des mécanismes classiques en matière de financements structurés consiste à fractionner le patrimoine en transférant certains actifs clefs dans des véhicules d'investissements. Le montage s'appuie sur les limites réelles de la procédure collective. Le fractionnement permet de mettre l'actif hors de portée des créanciers tiers au montage. Les créanciers peuvent envisager de s'appuyer sur un véhicule d'investissement

l'actif : les entités *ad hoc* », p. 26.

835 A. Diesbecq et P. Roussel Galle, « La prévision et le droit des entreprises en difficulté », GP, 2010, n° 363-364, p. 8 et s.

marqué par un élément d'extranéité pour exploiter, en complément des limites réelles, les limites territoriales de la procédure collective. Ce choix offre une sécurité complémentaire aux créanciers. En effet, le droit des procédures collectives offre de multiples outils permettant la reconstitution de l'actif lorsque celui-ci est transféré dans un véhicule français⁸³⁶, cette reconstitution est en revanche plus complexe en cas de transfert au-delà des frontières françaises. Les mécanismes permettant d'envisager la réintégration de l'actif au gage commun des créanciers seront différents face à un transfert de l'actif en Europe (1§) ou hors d'Europe (2§). Cette différence est particulièrement visible sur la question de la reconnaissance des procédures collective. En Europe, le principe est celui de la reconnaissance automatique de la procédure ouverte dans un autre état membre⁸³⁷. A l'inverse hors d'Europe, il est nécessaire d'obtenir l'exequatur du jugement d'ouverture (sauf convention internationale spécifique).

1§. La réintégration de l'actif inclus dans un véhicule *ad hoc* européen

308. **La réintégration de l'actif inclus dans un véhicule *ad hoc* européen.** L'un des montages les plus fréquents est celui s'appuyant sur une combinaison de holding Luxembourgeoise. Comme nous l'avons évoqué précédemment⁸³⁸, la double *Lux-co* est un mécanisme à double détente. En premier lieu, les créanciers tentent de localiser le COMI du SPV au Luxembourg (A). Ils pourront ainsi s'appuyer sur l'article 3 du Règlement n° 1346/2000 pour faire ouvrir la procédure devant cette juridiction réputée bienveillante envers les créanciers. Par ailleurs, les praticiens s'appuient sur l'article 5 du Règlement n° 1346/2000 qui prévoit que « l'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ». Cet article permet d'envisager de soumettre le nantissement entre les deux holdings luxembourgeoises à la loi de garantie financière Luxembourgeoise (B). Une loi dont le régime est réputé favorable au créancier.

A. Le COMI : instrument de lutte face au forum shopping issus des financements structurés

836 On pourra lutter contre des transferts d'actifs jugés discutables via certaines nullités de la période suspectes. Par ailleurs, il est envisageable de demander une confusion de patrimoine face à la mise en place d'un véhicule frauduleux.

837 Règlement européen n°1346/2000, 29 mai 2000, relatif aux procédures d'insolvabilité, article 16.

838 Voir en ce sens « A. L'utilisation d'une dérogation légale aux procédures collectives », p. 46.

309. **La possibilité de réintégrer un actif inclus dans un véhicule européen.** La possibilité pour la procédure « groupe » d'appréhender les actifs d'une société filiale étrangère pose une « double difficulté de reconnaître une procédure étrangère frappant un débiteur dont le COMI n'est pas dans l'État d'ouverture et d'étendre les effets d'une telle procédure à ses filiales, personnes juridiques autonomes »⁸³⁹. Ces montages exploitent, comme tous les montages s'appuyant sur une entité *ad hoc*, les limites réelles de la procédure collective en plaçant le bien dans un patrimoine où la procédure collective principale n'a pas vocation à avoir d'effet. Mais ils exploitent aussi les limites territoriales du droit des procédures collectives. L'idée qui guide cette stratégie est simple « le créancier essaiera d'agir, avec plus ou moins de succès, sur la localisation de la procédure afin d'opérer ainsi indirectement un choix de la loi applicable »⁸⁴⁰. Pour cela, ils jouent habilement sur les critères de compétence juridictionnelle pour rechercher la compétence d'un tribunal réputé le plus favorable. L'objectif de cette stratégie est double⁸⁴¹ :

- L'utilisation des limites territoriales permet au créancier de choisir le droit applicable. Le droit retenu sera souvent celui qui permet une restriction plus limitée des droits du créancier et la préservation de l'efficacité des sûretés. Comme le soulignent certains auteurs, il existe en pratique « une augmentation des cas d'évitement de certains droits nationaux »⁸⁴² exploités par les créanciers.
- L'utilisation des limites réelles permet un traitement séparé du véhicule localisé à l'étranger et du reste du groupe. Ce traitement séparé présente un intérêt lorsque la situation patrimoniale, financière ou commerciale de la filiale est moins obérée que celle de la société mère. Ce type de structure permet que les difficultés d'une branche d'activités ne rejaillissent pas sur le reste du groupe. Il accroît les chances d'obtenir un désintéressement plus important du créancier.

La configuration la plus courante en pratique est celle de la mise en place d'une double *Lux-co*.

839 R. Dammann, « La faillite internationale de groupes de sociétés. - Les travaux de la CNUDCI », JCP. E, 2015, n° 30-35, p. 1481.

840 M-H Monsérié-Bon et G. Jazottes, « Les groupes et les stratégies des créanciers », RPC, 2013, n°6, p. 72 et s.

841 M-H Monsérié-Bon et G. Jazottes, « Les groupes et les stratégies des créanciers », art. préc., p. 72 et s.

842 W. G. Ringe, « Forum Shopping under the EU Insolvency Regulation », 2008, University of Oxford Legal Studies Research Paper n°. 33/2008, p. 1 et s.

310. **L'utilisation de l'article 3 du Règlement n° 1346/2000 et du Règlement n° 2015/848 en matière de double *Lux-co***⁸⁴³. L'article 3 (1) du Règlement présume que le COMI d'une personne morale se situe dans l'État membre où est localisé son siège statutaire. La procédure contre la *Lux-co* devrait donc en théorie être ouverte au Luxembourg. Cette présomption est cependant réfragable. La présomption simple peut être renversée par la preuve d'une localisation en un autre endroit du centre des intérêts principaux défini par le considérant 13 du Règlement n° 1346/2000 comme « le lieu où le débiteur gère habituellement ses intérêts et qui est donc vérifiable par les tiers ». La présomption est renversée si l'on établit un « faisceau d'indices » composé d'éléments objectifs et vérifiables par les tiers que la société est administrée depuis un autre État membre⁸⁴⁴. Ces critères posés par la jurisprudence ont été intégrés à l'article 3 du Règlement n° 2015/848. Afin de respecter ces critères, les praticiens devront imposer certaines contraintes opérationnelles qui devront être respectées « drastiquement dans la gestion du véhicule »⁸⁴⁵. Parmi ces contraintes qui permettront d'établir l'existence d'un COMI au Luxembourg, on retrouve notamment⁸⁴⁶ :

- La mise en place des clauses de maintien du COMI au Luxembourg dans la documentation financière. Comme le souligne le professeur STOUFFLET s'il « n'est guère imaginable, si la loi du pays du siège de l'emprunteur autorise cette opération, que le ou les prêteurs se réservent le pouvoir de s'y opposer (...) il est parfaitement concevable et juridiquement acceptable qu'un prêteur, considérant que le déplacement du centre des intérêts principaux de son débiteur modifierait substantiellement son risque, stipule qu'il constitue une cause de déchéance du terme sauf s'il y a consenti »⁸⁴⁷. Si formellement le créancier n'est pas en mesure de s'opposer à la décision de déplacement du siège social des dirigeants, la perspective d'un remboursement anticipé de la dette senior d'un LBO est de nature à influencer fortement leurs

843 Règl. (UE) n° 848/2015 relatif aux procédures d'insolvabilité, art. 92 prévoit que la majorité des dispositions sera applicable à partir de juin 2017.

844 CJCE, 2 mai 2006, n° C-341/04, Eurofood, note F.-X. Lucas, D., 2006, n°32, p. 2250 et s. ; note P. Pétel, JCP E, novembre 2006, n° 45, p. 2044 et s. ; note M. Menjucq, JCP E., 2006, n°23, p. 1124 et s. ; note R. Dammann et M. Ollivry, JCP E, 2006, n°46, p. 1938 et s.; note J.-L. Vallens, JCP E, juillet 2006, n° 27, p. 1220 et s.

845 P. Thomas et X. Couderc-Fani, « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles *Lux-co* », RDBF, 2015, n° 4, p. 20 et s.

846 X. Etienne et J.-P. Brillet, « Une des conséquences de la crise financière sur la structuration des transactions : la « double *Lux-co* », Option Finance, 2011, n°1112, p. 29.

847 J. Stoufflet, « Commentaire de diverses clauses insérées dans des contrats de financement d'opérations de LBO », RDBF, 2008, n° 2, p. 80 et s.

décisions. Cette influence est suffisamment importante pour qu'on puisse s'interroger sur une éventuelle immixtion des créanciers dans la gestion⁸⁴⁸ ;

- La localisation des administrateurs au Luxembourg ;

- Les réunions des organes de directions, les négociations et la signature des contrats au Luxembourg.

311. **Les contraintes liées à la localisation du COMI au Luxembourg.** Comme le soulignent certains praticiens, il convient de distinguer « deux situations (...) : la manipulation artificielle des critères de rattachement et l'hypothèse du transfert réel et durable du centre des intérêts principaux »⁸⁴⁹. La substance réelle du siège social est donc logiquement l'objet de toutes les attentions. Les *Lux-co* ne peuvent donc pas être de simples « boîtes aux lettres ». Il est envisageable d'établir le COMI du véhicule au Luxembourg mais cela entraîne « des coûts de structure relativement importants, qui pèsent in fine sur le montage »⁸⁵⁰. Par ailleurs, elle génère d'importantes contraintes opérationnelles. Malgré tout, certains auteurs considèrent que « l'on ne peut totalement exclure qu'il soit soutenu que « le centre des intérêts principaux » de la société luxembourgeoise soit en France pour étendre aux sociétés luxembourgeoises l'application du droit français. »⁸⁵¹. Il semble cependant que si le montage est mis en place de façon rigoureuse, il soit difficile de contester que la gestion est opérée de façon habituelle et vérifiable par les tiers au Luxembourg. On peut cependant penser que les cas où les véhicules seront gérés dans la plus pure orthodoxie et sans aucune entorse aux contraintes évoquées plus hauts seront rares. Ces dérogations seront souvent liées à des problématiques pratiques comme la difficulté à trouver des administrateurs localisés au Luxembourg. Chacune des dérogations fragilisera le COMI et pourra entraîner la remise en cause de la localisation. Les praticiens ont donc prévu une seconde parade visant à permettre aux créanciers de bénéficier du droit luxembourgeois. En effet que la procédure collective soit ouverte au Luxembourg ou en France, les praticiens des financements structurés pourront tenter de réaliser le nantissement en s'appuyant sur l'article 5 du Règlement n° 1346/2000 et l'article 8 du Règlement n° 2015/848 pour faire jouer les règles luxembourgeoises.

848 Voir en ce sens « 2§. Les financements structurés et principe d'immunité des prêteurs », p. 346.

849 R. Dammann et A. Rapp, « La Cour de cassation sanctionne le forum shopping frauduleux et précise la notion d'ordre public du règlement communautaire n° 1346/2000 », D., 2011, n°25, p. 1738.

850 P. Thomas et X. Couderc-Fani, « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles *Lux-co* », RDBF, 2015, n° 4, p. 20 et s.

851 M. Collet et M. Dubertret, « Du recours à la fiducie-sûreté dans le cadre des opérations de LBO, pour une plus grande sécurité juridique et fiscale », RTDF, 2012, n° 2, p.74 et s.

B. Les limites du Règlement : les droits « in rem » exclus de la compétence de la *lex concursus*

312. **L'utilisation de l'article 5 du Règlement n° 1346/2000 et de l'article 8 du Règlement n° 2015/848 en matière de double *Lux-co*.** Comme nous l'avons évoqué précédemment, le montage de la double *Lux-co* s'appuie sur l'article 5 du Règlement, qui neutralise les effets des procédures collectives nationales pour les questions portant sur les droits réels. Contrairement à l'utilisation qui est faite de l'article 3 par les praticiens, l'exploitation de l'article 5 semble plus légitime au regard de la volonté du droit européen. L'une des justifications de la dérogation à l'effet universel de la procédure principale pour les droits réels réside dans la volonté de protéger le crédit, les droits réels ayant « une importance considérable pour l'octroi de crédits »⁸⁵². On peut néanmoins se demander si cette disposition apportera aux créanciers la protection attendue. En effet, les montages s'appuyant sur des normes spécifiques souffrent naturellement des doutes issus de la rédaction parfois ambiguë de ces textes. Dans le cas présent, deux points spécifiques pourraient être source de débat : le premier porte sur la localisation des titres de la *Lux-co* 1 et la seconde sur la « notion d'affectation » d'un droit réel.

313. **Le flou du règlement sur la localisation des titres.** Le nantissement est soumis au droit luxembourgeois dès lors que les titres nantis sont des biens localisés au Luxembourg. On retrouve sur ce point « une exigence bien connue en droit international privé [la loi applicable en matière de sûreté est] la *lex rei sitae* »⁸⁵³. Comme le souligne un praticien, « si ces titres étaient des parts sociales (et non des actions), une hésitation pourrait exister sur le risque qu'ils soient analysés comme des créances, et donc localisés au centre des intérêts principaux de *Lux-co* 1 »⁸⁵⁴. Pour éviter toute ambiguïté, la solution retenue par la doctrine est donc de s'appuyer sur des actions « car on peut alors prévoir une obligation contractuelle pour la *Lux-co* 1 de conserver au Luxembourg les registres d'actionnaires qu'elle tient. »⁸⁵⁵. Les praticiens bénéficient alors de l'article 2 9) ii) du Règlement n° 2015/848 qui fixe le droit applicable aux actions. Ces derniers sont soumis aux règles de « l'État membre dans lequel est tenu le registre

852 Règl. (UE) n° 848/2015 relatif aux procédures d'insolvabilité, n°68.

853 É. Fiszelson, « L'arrêt Belvédère et la gestion des sûretés de droit français », RLDC, 2012, Supp. n° 99, p. 51 et s. extrait des rencontres Lamy droit civil, Aix-en-Provence.

854 R. Dammann et A. Lavenant, « Percer le mystère du montage « double LuxCo » », BJE., 2013, n° 5, P. 268 et s.

855 A. Bordenave et T. Granier, « De la « double peine » en cas de recours à une « double LuxCo » ? », Option finance Lettre M&A, Priv. Equity, 2011, p.11.

ou le compte où figure l'inscription ». Si l'ambiguïté dans la rédaction du Règlement sur les règles des déterminations de la localisation des titres est aujourd'hui en train de se réduire, grâce à l'utilisation de véhicules de financements dont le capital social est composé d'actions, d'autres zones d'ombres du Règlement persistent.

314. **Le flou du Règlement sur l'impact exact de l'ouverture d'une procédure collective sur les droits réels.** L'article 8 du Règlement 2015/848 prévoit que « l'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ou d'un tiers sur des biens (...) appartenant au débiteur, et qui se trouvent, au moment de l'ouverture de la procédure, sur le territoire d'un autre état membre ». Comme le relève le professeur JAZOTTES « le terme « affecter » a été unanimement critiqué pour son imprécision mais a été conservé par le nouveau Règlement. »⁸⁵⁶. Un praticien s'interroge notamment sur le point de savoir si la paralysie temporaire du nantissement peut être considérée comme affectant le droit réel⁸⁵⁷. On pourrait considérer qu'à terme les droits des créanciers seront respectés et que ses droits réels ne sont pas réellement affectés dans le cadre d'une suspension provisoire. A l'inverse, on pourrait soutenir que le droit de mettre en œuvre sa sûreté constitue l'essence même de cette sûreté et que tout report dans l'exercice de ce droit fondamental affecte nécessairement le droit réel. Un praticien considère que « lorsque l'on analyse les droits réels des tiers, on doit donc faire comme si la procédure d'insolvabilité n'existait pas »⁸⁵⁸. Ce qui l'amène à conclure que « les créanciers peuvent réaliser le nantissement, ou simplement exercer les droits de vote, selon les conditions prévues contractuellement, sans être affectés par la procédure de sauvegarde française »⁸⁵⁹. Cette lecture semble plus conforme à l'esprit du Règlement qui, comme nous l'avons évoqué, cherche à favoriser « l'octroi de crédits ».

Il semble que, malgré quelques zones d'ombres, le montage de la double *Lux-co* exploite habilement les règles issues du droit européen de l'insolvabilité. Si l'on analyse chacune des règles exploitées dans le cadre d'une double *Lux-co* de façon isolée, elles sont respectées.

856 G. Jazottes, *Règlement (ue) n°2015/848 du 20 mai 2015 relatif aux procédures d'insolvabilité commentaire Article par Article*, 2016, ed. société de législation comparée, p. 98.

857 J. Marshall, « Art 5 rights in rem », Avril 2011, colloque « on the future of the European insolvency regulation », p. 66.

858 R. Dammann et A. Lavenant « Percer le mystère du montage « double LuxCo » », art. préc, p. 268 et s.

859 R. Dammann et A. Lavenant « Percer le mystère du montage « double LuxCo » », BJE., 2013, n° 5, p. 268 et s.

315. **Les premières applications des montages s'appuyant sur l'article 5 du Règlement n° 1346/2000 : la jurisprudence Courtepaille.** Dans cette affaire, les fonds d'investissements Fondations Capital et CM-CIC Investissement avaient mis en place un LBO sur la société Courtepaille. La société ICG avait financé l'opération via un prêt « uni-tranche ». Ce prêt incluait deux *covenants* l'un portant sur le levier financier « Pro Forma » et l'autre sur le levier financier réel. Ce second ratio était défini comme le rapport entre l'Endettement Financier Net Consolidé et l'EBITDA (ce ratio ne pouvant dépasser 7,5 pour 1). Le fonds Fondation Capital avait investi via la société Capital I SCA SICAR (soumise au droit luxembourgeois) dans la société CTP Investissement SARL (société elle aussi soumise au droit luxembourgeois). La société CTP Investissement SARL était titulaire de la majorité des parts dans la société GPA Courtepaille. Le prêteur (ICG) bénéficiait d'un nantissement sur les titres de CTP Investissement SARL (société de droit luxembourgeois). En complément, les autres actionnaires directs de GPA Courtepaille avaient eux aussi consenti à ICG une garantie aux termes de laquelle ils s'engageaient à rembourser une partie des emprunts souscrits par le groupe auprès d'ICG dans certains cas de défaillance fixés contractuellement. Le nantissement sur les titres de CTP Investissement SARL pouvait être réalisé du simple fait du non-respect des *covenants* prévus dans la convention de crédit. Cette stipulation est conforme aux possibilités offertes par la loi de garantie financière luxembourgeoise. En effet, cette loi offre la possibilité pour les parties de définir contractuellement l'évènement qui permettra la réalisation du nantissement. Il est envisageable de prendre en compte des événements autres que la défaillance du débiteur comme élément déclencheur du nantissement (ex : bris de certains ratios d'endettement)⁸⁶⁰. Suite au non-respect d'un des ratios de la convention de crédit, ICG exerce sa garantie le 1 avril 2015 et s'approprie les titres nantis par Fondation Capital le 7 avril 2015. Le CM-CIC avait alors saisi le Tribunal de commerce de Paris⁸⁶¹ en référé afin d'obtenir la mise sous séquestre des actions nanties et d'éviter la réalisation du nantissement. L'argumentaire de l'actionnaire reposait sur le fait qu'au jour de l'appel de la garantie, la dette n'était pas exigible⁸⁶² et que le créancier n'avait pas demandé la déchéance anticipée du terme initialement prévue. Or en droit français, seul « le créancier nanti titulaire d'une créance certaine, liquide et exigible peut, (...) réaliser le nantissement »⁸⁶³. Le Tribunal de commerce de Paris n'a cependant pas considéré que l'exigibilité fût nécessaire pour la mise en œuvre du

860 Article 1-6 de la loi de garantie financière luxembourgeoise du 5 août 2005.

861 TC Paris 23 Juin 2015 n° 2015-025554.

862 La convention de crédit prévoyait que la dette était exigible « in fine » en 2019.

863 C. mon. fin. art. L. 211-20.

nantissement. Le juge à considérer que le bris du levier financier constituait un élément déclencheur autonome permettant de réaliser la sûreté. Cette analyse semble implicitement reconnaître l'applicabilité de la loi luxembourgeoise dans le cadre de cette double *Lux-co*. Il convient de noter que cette décision a été reprise par les juridictions luxembourgeoises⁸⁶⁴. Bien que le point n'ait pas été évoqué lors du présent litige, on peut néanmoins se demander si la combinaison de ces règles et l'objectif qui anime ce montage ne risque pas d'être considéré comme frauduleuse par le juge au regard du droit français et communautaire notamment dans un contexte de procédure collective.

316. Les limites de la double *Lux-co* au regard du droit français. Certains auteurs soulignent justement que « le montage est clairement né de la volonté des créanciers d'écartier la procédure de sauvegarde dans les montages de LBO transfrontaliers. Au regard de l'adage *fraus omnia corrumpit* on est conduit à s'interroger sur la portée d'une telle pratique »⁸⁶⁵. Comme l'explique le professeur VALLENS, l'existence d'une fraude à la loi est caractérisée par « un usage délibéré d'un rattachement artificiel destiné à obtenir l'application d'un droit déterminé »⁸⁶⁶. La jurisprudence française a d'ailleurs déjà eu l'occasion de condamner des montages jugés frauduleux en s'appuyant sur des règles de conflit. Dans l'arrêt Caron rendu par la Cour de cassation du 20 mars 1985⁸⁶⁷ est ainsi affirmé que « pour qu'il y ait fraude à la loi (...) il suffit que cette règle de conflit soit volontairement utilisée, en modifiant un élément de rattachement, à seule fin d'éluder l'application d'une loi compétente ». Si la jurisprudence n'a, à ce jour, pas clairement répondu à la question de la validité du montage, on peut se demander si ce dernier ne répond pas à cette définition de la fraude. Le doute semble d'autant plus fort quand on regarde la conception parfois très « extensive de la notion de fraude retenue »⁸⁶⁸ par la jurisprudence française. Dans un arrêt de la Cour d'appel de Colmar⁸⁶⁹ du 26 juin 2013, le Juge d'appel avait considéré qu'il n'était pas compétent pour ouvrir une procédure collective qui avait déplacé en France le centre de ses intérêts principaux plus de trois ans auparavant, dans le but principal de bénéficier des dispositions du droit français

864 Tribunal d'arrondissement de Luxembourg 16 Juillet 2015.

865 P. Thomas et X. Couderc-Fani, « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles *Lux-co* », RDBF, 2015, n° 4, p. 20 et s.

866 J-L Vallens, « Tourisme judiciaire et insolvabilité : les risques du forum shopping », RPC, 2012, n° 4, p. 10 et s.

867 Cass. 1^{ère} Civ, 20 mars 1985, n° 82-15033, note Y. Lequette, RCDIP, 1986, n°65, p.69.

868 R. Dammann, M. Menjucq et P. Roussel Galle, « Le nouveau règlement européen sur les procédures d'insolvabilité », RPC, 2015, n° 1, p. 10 et s.

869 CA Colmar, ch. civ. 1, sect. A, 26 juin 2013, n° 13-00143, Note R. Dammann et A. Lavenant, RPC, septembre 2013, n° 5, p. 14 et s.

qui lui permettait d'échapper à ses créanciers allemands. Bien que cette décision ait été rendue à l'encontre d'une personne physique, elle illustre la volonté du juge français de prendre en compte l'intention ayant entraîné la mise en place du montage même lorsque les actes pris individuellement semblent répondre aux exigences communautaires. Ce risque doit être apprécié avec d'autant plus de vigilance que le droit communautaire (notamment les Règlements insolvabilités) énonce clairement leurs volontés de ne pas favoriser le « forum shopping »⁸⁷⁰.

317. Les limites de la double *Lux-co* au regard du droit communautaire. L'objectif du recours aux holdings luxembourgeoises est d'éviter l'application du droit français des entreprises en difficulté⁸⁷¹. Le contournement du droit des procédures collectives françaises a pour but d'améliorer la situation des créanciers. On peut néanmoins se demander si l'interprétation communautaire serait favorable à cette logique. En effet, le 4ème considérant du Règlement n° 1346/2000 précise « il est nécessaire, pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur, d'éviter que les parties ne soient incitées à déplacer des avoirs ou des procédures judiciaires d'un État à un autre en vue d'améliorer leur situation juridique (forum shopping) ». Cette idée est reprise dans le 5ème considérant du Règlement n° 2015/848. On relèvera un ajout intéressant de la réforme qui précise que ce forum shopping doit se faire « au détriment de la masse des créanciers ». L'ajout pourrait ne pas être neutre lors de l'examen de la validité d'un montage de double *Lux-co* car il n'est pas évident que ce montage pénalise certains créanciers⁸⁷².

318. Le risque d'utilisation d'autres exceptions. La question de l'existence d'une règle générale permettant d'encadrer les montages transfrontaliers intra-européens est d'autant plus importante que le débat ouvert sur les droits réels pourrait ne pas être isolé. On relèvera que dans le cadre de certains financements structurés (ex : financement aérien ou maritime) d'autres textes issus du Règlement « insolvabilité bis » n° 2015/848 pourraient offrir de nouvelles perspectives notamment l'article 14 traitant des effets sur les droits soumis à enregistrement. Cet article prévoit que pour « les droits d'un débiteur sur un bien immobilier, un navire ou un

870 « Il est nécessaire, pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur, d'éviter que les parties ne soient incitées à déplacer des avoirs ou des procédures judiciaires d'un État membre à un autre en vue d'améliorer leur situation juridique au détriment de la masse des créanciers (« forum shopping »), Règlement européen n°2015/848, 20 mai 2015, considérant 5.

871 A. Bordenave et T. Granier « De la « double peine » en cas de recours à une « double LuxCo » ? », Option finance Lettre M&A, Priv. Equity, 2011, p.11.

872 Voir le point « A. La remise en cause des objectifs de la procédure collective. », p. 82.

aéronef qui sont soumis à inscription dans un registre public », les effets applicables « sont régis par la loi de l'État membre sous l'autorité duquel ce registre est tenu ». Pour ces actifs, le droit des entreprises en difficultés local pourrait être un paramètre additionnel à prendre en compte dans le choix de la localisation en plus des considérations fiscales et celles portant sur la réglementation en matière de sécurité.

2§. La réintégration de l'actif inclus dans un véhicule *ad hoc* hors d'Europe

319. **La réintégration de l'actif inclus dans un véhicule *ad hoc* hors d'Europe.** Comme nous l'avons déjà évoqué, le créancier peut être tenté de choisir la localisation de la procédure afin d'opérer indirectement un choix de la loi applicable. En effet, le droit applicable en matière de procédure collective découlera le plus souvent de cette localisation. Il n'est cependant par toujours simple pour les créanciers d'anticiper la juridiction compétente. Comme le constate une partie de la doctrine « la multiplication des éléments d'extranéité est de nature à brouiller les pistes et les chances de réussite des stratégies élaborées en amont en se fondant sur des situations virtuelles »⁸⁷³. Dans de nombreuses configurations de montages structurels, la présence de multiples véhicules et la possibilité de considérer que la direction est opérée depuis différents lieux rendra complexe la détermination de cette localisation (A). Il convient en premier lieu de déterminer la localisation du débiteur participant à un montage structurel. Lorsque la localisation sera établie hors d'Europe, il conviendra d'étudier les moyens permettant d'appréhender les biens logés au sein d'un véhicule localisé hors d'Europe (B).

A. La problématique de la localisation du SPV

320. **La question de la localisation.** La règle de localisation du SPV est en principe simple : l'article 3 du Règlement prévoit que lorsque le COMI est européen, l'état de localisation du COMI est compétent. Lorsque les montages des financements structurés s'appuient sur un élément d'extranéité, la réalité est souvent plus complexe.

321. **Le cas du véhicule ayant un COMI en Europe.** Le Règlement Insolvabilité prévoit la compétence de l'état de localisation du COMI du montage, lorsque celui-ci est localisé en

873 M-H Monsérié-Bon et G. Jazottes, « Les groupes et les stratégies des créanciers », RPC, 2013, n°6, p. 72 et s.

Europe. Cette localisation européenne n'est en principe pas perturbée par l'existence d'un siège statutaire localisé hors d'Europe. Ainsi dans une décision du 7 février 2003⁸⁷⁴, la High Court anglaise a ouvert une procédure d'une société immatriculée dans le Delaware, mais dont l'ensemble des actifs et de l'activité était réalisé en Angleterre. Pour autant, comme le souligne un auteur « si les juridictions d'un État membre peuvent s'estimer compétentes sur le fondement de l'article 3 du Règlement Insolvabilité n° 1346/2000, les juridictions de l'État tiers dans lequel la société a été incorporée (ou immatriculée) peuvent aussi s'estimer compétentes sur le fondement du siège statutaire si cet élément correspond au critère de compétence juridictionnelle établi par leurs règles nationales »⁸⁷⁵.

322. La nécessité d'obtenir la reconnaissance de la procédure par la juridiction étrangère, y compris lorsque le COMI du montage est localisé en Europe. La règle « faillite sur faillite ne vaut » n'est pas applicable en droit internationale des faillites. Les juridictions étrangères ne sont pas tenues par l'ouverture d'une juridiction en Europe. On relèvera cependant que face à certains montages non européens, certaines juridictions étrangères reconnaissent la validité de la procédure collective européenne. Ainsi dans le cas d'un montage s'appuyant sur une société américaine, la procédure d'insolvabilité étrangère peut être reconnue par les juridictions américaines lorsque le centre de ses intérêts principaux⁸⁷⁶ est localisé hors des Etats Unis. Ainsi dans l'affaire *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strategies Master Fund*⁸⁷⁷, le juge américain analysait la demande en reconnaissance d'une procédure d'insolvabilité ouverte aux Iles Caïmans. Dans la présente espèce, aucun des employés et des gérants du fonds ne travaillait aux îles Caïmans. Par ailleurs, l'ensemble des liquidités du fonds et de ses clients se trouvaient hors des îles Caïmans. L'ensemble de ces éléments avaient amené le juge américain à refuser la reconnaissance de la procédure ouverte aux Iles Caïmans. A l'inverse, lorsque les juridictions américaines ont considéré que le débiteur avait un COMI hors du territoire des Etats-Unis, elles ont reconnu la validité de la procédure étrangère. Cette reconnaissance permettant aux organes de la procédure d'atteindre les actifs sous juridictions américaines. Cette configuration est notamment celle de la décision *Betcorp Ltd*⁸⁷⁸. Dans ce précédent, une société australienne offrant des services de jeux en

874 Affaire *Brac Rent a Car*, High Court of London, 7 février 2003, Case n°0042 2003.

875 M. Menjucq, « Les enjeux des montages au regard du droit international », *RPC*, 2013, n° 3, p. 65 et s.

876 11 U.S.C. §§ 1502, 1517.

877 Affaire *Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strategies Master Fund Ltd.*, United State district court New York, 27 mai 2008, WL 2198272.

878 Affaire *Betcorp LTD*, United State district court of Nevada, 9 février 2009, bk-s-08-21594-bam 400 B.R. 266 p. 284 [CLOUT, décision n° 927].

ligne était en liquidation en Australie. La société avait opéré une activité aux USA jusqu'à la mise en place d'une réglementation plus restrictive sur le jeu en ligne. Suite à cette évolution réglementaire, la société australienne avait cessé toutes activités aux États-Unis. Les représentants de l'insolvabilité australiens avaient demandé la reconnaissance de la procédure australienne aux États-Unis en vue de régler une problématique de violation des droits d'auteurs dans le cadre de la procédure de liquidation. La problématique se posera néanmoins à chaque fois que le contexte sera plus complexe. Lorsque la société ne sera pas aussi manifestement fictive que ne l'était la structure panaméenne dans l'affaire Bear Stearns et lorsque l'activité américaine aura plus de substance que dans l'affaire Betcorp, la reconnaissance de la procédure par les juridictions américaines sera plus contestée. En dehors des configurations spécifiques où une reconnaissance de la procédure européenne est envisageable, il existe un risque de voir s'ouvrir deux faillites concurrentes : l'une en Europe et l'autre en dehors. En l'absence d'exéquatur du jugement européen, les actifs logés hors d'Europe seraient alors soumis aux règles du pays tiers où ces actifs sont localisés. La question du droit applicable est encore plus marquée lorsque le montage aboutit à déplacer le COMI hors d'Europe.

323. La difficulté de manipuler le COMI dans le cadre d'un financement structuré. Il convient à titre liminaire de rappeler que pour la localisation du COMI hors d'Europe, il ne suffit pas d'avoir simplement immatriculé une société dans un état tiers à l'Union Européenne. Contrairement à un transfert du siège statutaire, qui ne requiert souvent que quelques formalités juridiques d'immatriculation, le déplacement d'un COMI est onéreux et difficile à mettre en place. Il s'agit d'un véritable transfert du centre de gravité du groupe vers la juridiction jugé plus favorable. Ce transfert a d'importants impacts opérationnels (transferts des salariés clefs et des dirigeants en local, négociation et signature des principaux actes de la vie du véhicule dans les juridictions jugées plus favorables...). Il est nécessaire d'établir un « faisceau d'indices » composé d'éléments objectifs et vérifiables par les tiers que la société est administrée depuis un autre État membre. Cette configuration devrait rester rare en matière de financement structurés. En effet, comme nous l'avons vu en matière de *Lux-co*, il est difficile de manipuler l'emplacement du COMI⁸⁷⁹.

879 Voir en ce sens « A. Le COMI : instrument de lutte face au forum shopping issus des financements structurés », p. 231.

324. **Le cas du véhicule ayant un COMI hors d'Europe.** Le considérant 25 du Règlement Insolvabilité 2015 explique que « le (...) Règlement s'applique uniquement aux procédures concernant un débiteur dont le centre des intérêts principaux est situé dans l'Union »⁸⁸⁰. Lorsque le véhicule de financement a permis de localiser le COMI hors de l'Union Européenne mais que l'une des structures possède son siège statutaire en France, on se trouve dans une situation où les règles de droit international privé ont vocation à jouer. Les juridictions françaises pourraient se considérer compétentes au visa de l'article R.600-1 du Code de commerce. En effet, cet article prévoit que « le tribunal territorialement compétent pour connaître des procédures prévues par le livre VI (...) est celui dans le ressort duquel le débiteur, personne morale, a son siège ». On relèvera cependant que la perspective d'obtenir une reconnaissance de la procédure française est plus faible dans cette configuration. En effet, le critère de reconnaissance d'une procédure étrangère est souvent celui préconisé par la loi type de la CNUDCI sur l'insolvabilité internationale⁸⁸¹ : l'existence d'un COMI sur le sol étranger. Cette règle est notamment celle appliquée aux Etats-Unis ou au Canada. La procédure ouverte en France ne pourra le plus souvent pas produire ses effets hors du territoire français. En réalité, malgré la vocation théoriquement universelle de la procédure collective française, la mise en place de véhicule de financement étranger rend plus difficiles la saisie et la réalisation des biens localisé hors d'Europe.

B. La difficile appréhension des actifs du véhicule non-européen

325. **L'exploitation des limites territoriales du droit des procédures collectives.** Le constat est implacable : « le pluralisme des ordres juridiques et le respect des souverainetés étatiques empêchent toute emprise effective de la procédure sur les biens du débiteur situés dans un autre État que l'État d'ouverture »⁸⁸². On retrouve à nouveau la logique des financements structurés consistant à exploiter les limites du droit des procédures collectives. Comme le constate un auteur « tant que l'exequatur n'a pas été obtenue, les actifs localisés dans un État tiers sont hors d'atteinte de la procédure collective ouverte dans un État membre, l'effet réel de cette procédure collective n'atteignant pas les biens situés dans l'État tiers »⁸⁸³.

880 Cette règle était précédemment posée dans le règlement européen n°1346/2000, 29 mai 2000, considérant 14.

881 Loi type de la CNUDCI sur l'insolvabilité internationale, 30 mai 1997, article 17.

882 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », RPC, 2011, n° 1, p. 95 et s.

883 M. Menjucq, « Les enjeux des montages au regard du droit international », RPC, 2013, n° 3, p. 65 et s.

326. **L'universalisme de la faillite soumis à l'obtention de l'exéquatur local.** La Cour de cassation⁸⁸⁴ consacre le principe de l'universalité de la faillite. Comme nous l'avons évoqué précédemment⁸⁸⁵, cela implique l'influence théorique de la procédure collective française sur les biens logés au sein des véhicules marqués par un élément d'extranéité. Dans ce même arrêt, la Cour de cassation relève néanmoins que l'effet universel de procédure n'est possible qu'avec « l'acceptation par les ordres juridiques étrangers ». Malgré la consécration du principe d'universalité de la faillite française, le seul moyen d'obtenir la réalisation d'un actif localisé à l'étranger au profit de la procédure européenne serait via une exéquatur locale du jugement européen.

327. **Le risque d'inefficience de la procédure en l'absence d'exequatur.** En recourant à un véhicule marqué par un élément d'extranéité, il devient envisageable à la fois « de sanctuariser par exemple dans le cadre d'un trust » une part de l'actif mais aussi de « restructurer son passif hors de la procédure ouverte »⁸⁸⁶. Comme cela a été souligné lors des débats parlementaires « en contentieux international (...) cette problématique de la concurrence entre les tribunaux (...) nuit gravement à la recherche d'une solution globale. »⁸⁸⁷. Un auteur développe cette idée en expliquant que les procédures concurrentes « sont susceptibles de générer des conflits de décisions, de compromettre l'efficacité d'un éventuel redressement de l'entreprise et de favoriser les comportements frauduleux des créanciers qui pouvaient être tentés de tirer parti de la multiplicité des procédures pour obtenir des paiements dans les différents Etats concernés, malgré le principe largement consacré de l'égalité des créanciers »⁸⁸⁸. La nécessité d'obtenir l'exéquatur locale a été rappelée à de multiples reprises. Ainsi dans un arrêt du 20 mars 2008⁸⁸⁹, la Cour d'appel a rappelé que pour permettre à la procédure collective française de produire ses effets, sur les comptes d'une société suisse, il était nécessaire de satisfaire les conditions prévues par l'article 166 de la Loi fédérale suisse. Le droit suisse exigeait notamment que le liquidateur obtienne du tribunal du lieu de localisation des biens en Suisse, une décision de reconnaissance du jugement français

884 Cass. 1^{ère} civ. 19 novembre 2002, n° 00-22334 ; note J.-L. Vallens, RTD com., janvier 2003, n°1, p. 169 ; P. Roussel-Galle, JDI, janvier 2003, n°1, p. 132 ; P. Petel, JCP E, mai 2003, n°20, p. 848 ; H. Muir Watt, RCDIP, octobre 2003, n°4, p. 631 ; M. Menjucq, JCP E, octobre 2003, n°42, p. 1675.

885 Voir en ce sens « Section 1. Les entités *ad hoc* et les principes du droit des faillites », p. 72.

886 M. Menjucq, « Les enjeux des montages au regard du droit international », RPC, 2013, n° 3, p. 65 et s.

887 Compte rendu de la séance du 6 mai 2015 du sénat sur la loi du 6 août 2015 n° 2015-990 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

888 F. Mélin, *Le règlement communautaire du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité*, 2008, ed. Bruylant, p. 2.

889 CA Versailles, 13e ch., 20 mars 2008, RG n° 07/03957 ; note L. D'Avout, RCDIP, juillet 2008, n°3, p. 649 ; note JL Vallens, D., juin 2008, n°24, p. 1660 ; note F. Mélin, GP, avril 2008, n°118, p. 8.

ayant ouvert la procédure. A défaut d'exequatur, la Cour de cassation a mis en place une technique inspirée des systèmes de common law visant à assurer l'efficacité du principe d'universalité de la faillite : l'injonction *in personam*. Grace à cette action, « le syndic, appuyé par le juge, donne corps au caractère universel de la faillite française et il peut ainsi préserver les intérêts des autres créanciers sur le patrimoine du débiteur »⁸⁹⁰.

328. Un instrument de lutte contre les financements structurés s'appuyant sur un élément d'extranéité : l'injonction *in personam*. Cette technique consiste à enjoindre « sous astreinte les créanciers de se désister ou de s'abstenir de toute action judiciaire à l'étranger »⁸⁹¹. Cette astreinte n'est envisageable que lorsqu'il existe un rattachement juridictionnel entre la personne visée et le for prononçant l'injonction. Ce rattachement est une condition de validité de l'injonction. La Cour de cassation considère que « dès lors que l'injonction est prononcée par le juge français de la faillite légitimement compétent au fond »⁸⁹², le juge peut recourir à cette injonction « donnant l'ordre au créancier indiscipliné d'abandonner ses poursuites sous astreinte »⁸⁹³. Cette injonction constitue une réponse à l'exploitation abusive des limites réelles des procédures collectives dans le cadre des financements structurés. Les financements structurés intégrant un élément d'extranéité exploitent à la fois les limites réelles et territoriales⁸⁹⁴. Comme le soulignent certains auteurs « l'injonction ainsi adaptée du droit anglo-saxon est adressée *in personam* au créancier surmontant l'obstacle des frontières et l'effet réel de la procédure »⁸⁹⁵. Cette injonction constitue ainsi une réponse aux montages s'appuyant sur un élément d'extranéité.

329. Les limites de l'injonction *in personam*. La première limite est liée au mécanisme de ce type d'injonction. Par nature, l'injonction *in personam* limite l'accès d'un justiciable à la juridiction étrangère. Ce mécanisme pourrait être considéré comme discutable au regard des grands principes du droit international privé. La CJCE a d'ailleurs écarté pour ce motif l'application de l'*anti-suit injunction* du droit anglais⁸⁹⁶. Il est difficile de nier que ce type

890 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », RPC, 2011, n° 1, p. 95 et s.

891 Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, n° 00-22334, note P. Roussel-Galle, JDI, janvier 2003, n°1, p. 132 ; M. Menjuq, JCP E, octobre 2003, n°42, p. 1675 ; H. Muir Watt, RCDIP, octobre 2003, n°4, p. 631.

892 Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, n° 00-22334, note P. Roussel-Galle, JDI, janvier 2003, n°1, p. 132 ; M. Menjuq, JCP E, octobre 2003, n°42, p. 1675 ; H. Muir Watt, RCDIP, octobre 2003, n°4, p. 631.

893 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », art. préc., p. 95 et s.

894 Voir en ce sens « B. L'utilisation des limites des procédures collectives » p. 48.

895 G. Jazottes et L-C Henry, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », art. préc., p. 95 et s.

896 CJCE, 27 avril 2004, n° C-159/02, Gregory Paul Turner; note P. Théry, RTD Civ., juillet 2004, n°3, p. 549 ; note H. Muir Watt, RCDIP, juillet 2004, n°3, p. 654 ; Dans le même sens, Cass. 1^{ère} civ., 30 juin 2004, n°01-

d'outil prive de fait certains créanciers de leurs droits d'agir devant d'autres juridictions qui pourraient se considérer comme compétentes. La seconde limite de l'injonction *in personam* est pratique. Elle n'a d'intérêt que face à des créanciers ayant besoin d'exprimer des prétentions devant les juridictions françaises. Comme le constate le professeur MENJUCQ « si l'injonction se révèle efficace à l'égard des créanciers ayant un intérêt à participer à la procédure ouverte en France, pour les autres créanciers qui n'envisagent pas d'y produire leurs créances, elle est sans portée »⁸⁹⁷. Dans certaines configurations de financements structurés, les créanciers n'auront aucun intérêt à défendre devant les juridictions françaises et ne verront alors pas leurs positions fragilisées par une éventuelle injonction *in personam*. Cela risque notamment d'être le cas en matière de financement « sans recours ». Dans ces configurations, les créanciers auront abandonné toutes possibilités d'actions contre le débiteur français, en échange d'un accès direct et exclusif sur certains actifs du projet logés dans des entités étrangères. Dans ce cas, le créancier n'a plus d'action devant les juridictions françaises, le créancier n'a vocation à ester en justice que devant les juridictions étrangères. Malgré ces limites, l'injonction *in personam* reste l'un des rares leviers dont dispose les organes de la procédure pour appréhender des actifs logés dans des véhicules hors d'Europe dans le cadre de financement structurés.

Si les véhicules de financements classiques constituent des structures éligibles aux procédures collectives, la mise en place de structures bénéficiant d'un régime légal spécifique (ex : entité de titrisation) ou marqué par des éléments d'extranéité rend plus difficile la saisie des actifs garantissant les financements structurés. La saisie collective n'est pas la seule phase de la procédure collective durant laquelle les financements structurés jouent un rôle clef : ces montages modifient aussi les règles de répartitions des fruits de la saisie collective.

03248 ; note N. Bouche, D., octobre 2004, n°38, p. 2743.

897M. Menjucq, « L'efficacité des sûretés à l'épreuve des procédures transfrontalières », RPC, 2009, n° 3, p. 19.

TITRE 2

LA RESISTANCE DES FINANCEMENTS STRUCTURES AUX REGLES DE REPARTITION DE LA PROCEDURE COLLECTIVE

330. **L'influence des financements structurés durant les répartitions.** Inspirés par le droit fédéral américain et évoquant par certains aspects l'ancien concordat, les comités de crédits constituent l'innovation majeure de la réforme de la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005. L'objectif affiché de cette nouveauté était de « renforcer l'aspect contractuel des procédures collectives en intégrant mieux les créanciers à leur déroulement »⁸⁹⁸. Au regard de cet objectif, il semble logique d'accorder, dans le cadre de ces comités, une place prépondérante à la volonté des parties exprimée dans le cadre des financements structurés (Chapitre 1). L'influence de la mise en place de financements structurés sur la répartition du fruit de la saisie collective ne se limite cependant pas aux seules procédures avec comité. Ces

⁸⁹⁸ Avis du Sénat, n°355, 26 mai 2005, P. Marini, p. 69.

structures ont aussi un impact dans le cadre des procédures collectives sans comité (Chapitre 2).

Chapitre 1

La répartition des pertes dans les procédures avec comité

331. **L'influence croissante des financements structurés dans le cadre des procédures avec comité.** La logique des comités de créanciers consiste à s'appuyer sur la volonté d'une majorité de créanciers pour arrêter un plan de restructuration. Il semble cependant que les spécificités des financements structurés puissent interférer avec l'émergence de cette majorité. Certains auteurs relèvent que la première difficulté pour assurer « l'émergence d'un fait majoritaire (...) résulte de l'ignorance, au stade de la consultation, des rangs de subordination (légale ou conventionnelle) »⁸⁹⁹. Comme le relèvent ces mêmes auteurs « les règles de consultation et de vote des créanciers en comités amplifient le poids des créanciers juniors et mezzaneurs dans les négociations avec le débiteur (...) ce (...) qui n'est conforme ni aux prévisions contractuelles des parties, ni à l'économie qui préside à ce type d'opérations ».

899 L. Le Guernevé et N. Morelli, « Les nouveaux enjeux des comités de créanciers », Cah. dr. entr, 2011, n° 4, p. 17.

Pour éviter ces écueils, il semble indispensable de tenir compte des spécificités des financements subordonnés (Section 1). Le législateur semble progressivement fournir des outils aux praticiens pour permettre cette prise en compte des financements subordonnés. Il existe deux lectures possibles de cette évolution. Dans un premier cas, on peut considérer que cette prise en compte des financements structurés subordonnés n'est qu'un cas isolé. Dans un second cas on peut la considérer comme la première étape d'un nouveau paradigme permettant une prise en compte plus générale des spécificités de l'ensemble des créanciers issus des financements structurés dans le cadre des comités (Section 2).

Section 1. L'influence des créanciers issus des financements subordonnés

332. **L'influence des financements subordonnés dans le cadre des procédures avec comité.** Si, au fil des réformes, la volonté du législateur de prendre en compte les spécificités des créanciers subordonnés semble s'affirmer (Section 1), les modalités pratiques de cette prise en compte ne sont pas explicitées clairement. Il conviendra donc d'envisager les principales modalités possibles de cette « prise en compte » (Section 2).

1§. L'influence grandissante des accords de subordination

333. **L'évolution de la prise en compte des accords de subordination dans le cadre des comités.** La question de la « légitimité » du vote des créanciers subordonnés a été rapidement soulevée par les praticiens. En raison de la subordination de ces créanciers, on peut, dans un premier temps, s'interroger sur l'indépendance du droit de vote de ces créanciers par rapport à celle des créanciers seniors. On peut par ailleurs se demander si, en laissant voter cette catégorie de créanciers à hauteur de leur nominal, on ne leur accorde pas un poids trop important dans le vote des créanciers⁹⁰⁰. L'affaire Thomson a permis d'ouvrir le débat sur le principe du nominalisme monétaire qui régissait jusque-là les comités de créanciers (A). Ce débat a fait écho auprès du législateur qui a rapidement affirmé la nécessaire « prise en compte » de l'accord de subordination dans la détermination du droit de vote (B).

A. Le débat sur le nominalisme monétaire

900 L'administrateur judiciaire en charge du dossier (la société FHB) affirme qu'il « apparaît peu légitime d'attribuer un droit de vote à des créanciers dont les créances n'existent, en réalité qu'en germe » devant le TC de Nanterre 17 février 2010.

334. **Le droit de vote des créanciers juniors.** La problématique du droit de vote des créanciers juniors recouvre deux questions distinctes. La première est de savoir si les créanciers juniors doivent voter dans leur intérêt ou dans celui des créanciers seniors en cas de consultation des créanciers par la procédure. La question se pose avec d'autant plus de force que, dans de nombreuses configurations, une convention de vote est signée au profit du créancier prioritaire. La seconde interrogation sera de déterminer l'influence du droit de vote qui pourra être accordé à ces créanciers juniors. En effet que le créancier junior exerce le droit de vote qui lui est attribué à son profit ou au profit du créancier senior, il faudra déterminer si la valeur faciale de la créance est la clef de répartition pertinente du pouvoir politique au sein des comités de créanciers.

335. **La question de l'indépendance du vote du créancier junior vis-à-vis du créancier senior.** Une pratique courante en matière d'accord de subordination consiste à soumettre le vote du créancier junior à des conventions de vote⁹⁰¹. On parle de clause de *deemed consent*. Ces conventions imposent « aux créanciers subordonnés (dits « juniors ») de voter selon les instructions des créanciers dits « seniors » (ou de renoncer à voter) dans certains cas de figure et sous certaines conditions »⁹⁰². La validité de ce type de clause est appréhendée différemment en droit anglo-saxon et en droit français.

336. **L'indépendance du droit de vote des créanciers subordonnés en droit américain.** En droit américain, la validité des stipulations qui prévoient un transfert du droit de vote du créancier junior au senior est sujette à débats. Dans l'affaire *Re Alda Commercial Corp*⁹⁰³, le créancier senior n'avait pas été autorisé à se substituer au créancier junior dans le cadre du vote de nomination du *trustee*. A l'inverse dans un arrêt *Re Item land Inc*⁹⁰⁴ avait permis au créancier senior de voter en lieu et place du créancier junior dans le cadre d'un vote visant à déterminer les termes du paiement et les modalités de la demande d'exécution. Selon le professeur WOOD⁹⁰⁵, la différence de solution s'explique par le fait que, dans le second cas, le créancier junior n'avait plus aucun intérêt dans le vote (ce dernier étant certain de ne pas être payé), ce qui légitimait le transfert de ses prérogatives aux créanciers seniors. Les affaires

901 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgettrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 144.

902 R. Dammann et G. Podeur, «L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives», Dr. et Pat, 2013, n°223, p.79.

903 Affaire Alda Commercial Corp, Court of the Southern District of New York, 1969, 300 F Supp. 294 (SDNY 1969).

904 Affaire Itemland Inc, Court of the Eastern District of New York, 1961, 197 F Supp 194 (EDNY 1961).

905 P. Wood, *Project Finance, Securitizations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 228.

récentes Dans l'affaire *North LaSalle Street Partnership*⁹⁰⁶, le juge de l'Illinois avait refusé d'appliquer une convention de vote intégrée dans un accord de subordination. La défense s'appuyait sur l'article 510 (a) du Code de la faillite qui prévoit l'applicabilité des accords de subordination en matière de faillite. Le juge a estimé que cette disposition n'avait vocation à jouer que pour les questions touchant à l'ordre des répartitions, mais pas pour les conventions entraînant un transfert du droit de vote du créancier junior vers le créancier senior. Dans l'affaire *SW Boston Hotel Venture LLC*⁹⁰⁷, le juge avait été plus loin en affirmant qu'une cession de droits de vote était contraire « aux droits substantiels conférés aux créanciers en vertu de l'article 1126 (a) du Code de faillite (...) qui dispose que tout titulaire d'un droit de créance ou tout intéressé (...) peut accepter ou rejeter un plan ». À l'inverse, d'autres tribunaux ont jugé qu'il n'y avait aucune raison de réduire la force exécutoire des conventions de subordination consacrée par l'article 510 (a) du Code de faillite, y compris en matière de cessions de droits des droits de vote en cas de procédure collective. Dans l'affaire *Aerosol Packaging LLC*⁹⁰⁸, le principal prêteur a cherché à faire appliquer, une disposition de la convention de subordination qui lui permettait de voter pour le compte du prêteur subordonné durant la procédure collective. Le tribunal de l'état de Géorgie a conclu que le transfert de droit de vote du créancier senior au profit du créancier était valable. Ce transfert est valable malgré les dispositions de l'article 1126 (a) du Code de faillite qui accorde un droit de vote au créancier. Le tribunal considère que cette disposition n'empêche pas expressément ou implicitement que ce droit soit délégué ou négocié par son titulaire. À l'inverse, l'article 510 (a) rend exécutoire un accord de subordination, sans spécifier qu'il ne s'applique qu'aux problématiques de répartition. La décision rendue par le tribunal dans l'affaire *Aerosol Packaging* n'est pas un cas isolé. Dans l'affaire *Coastal Broad*⁹⁰⁹, le tribunal du New Jersey a lui aussi refusé l'analyse distributive des accords de subordinations. Le juge a considéré que l'article 510 (a) devait s'appliquer à l'ensemble des composantes de ces accords. La reconnaissance de la convention de vote permet de réduire le contentieux via la mise en œuvre d'une règle simple et conforme aux prévisions contractuelles, mais elle confère aux créanciers seniors une influence dans le vote supérieure aux montants du nominal de leurs créances⁹¹⁰.

906 Affaire 203 N. LaSalle Partnership, United States Court of Appeals, 2000, Bankr. N.D. Ill. 2000.

907 Affaire SW Boston Hotel Venture, United States Court of Appeals, 2011, 460 B.R. 38 (Bankr. D. Mass. 2011).

908 Affaire Aerosol Packaging, United States Bankruptcy Court, N.D. Georgia, 2006, LLC, 362 B.R. 43, 46-47 (Bankr. N.D. Ga. 2006).

909 Affaire Coastal Broad. Sys., United States Bankruptcy Court for the District of New Jersey, 2013, Inc., 2013 WL 3285936. (D. N.J. 2013).

910 E. R. Morrison, « Interc Creditor Issues and Relative Priorities among Creditors », septembre 2013, American bankruptcy institute, p.7.

La difficulté d'arbitrer entre les avantages et les inconvénients de l'application des conventions de votes explique sans doute l'approche au cas par cas retenue par les juges américains. A l'image du droit américain, le droit français est nuancé face aux conventions de vote.

337. L'indépendance du droit de vote des créanciers subordonnés en droit français. La problématique liée à ce type des conventions de vote est relativement ancienne en droit français. Les articles 597 et 598 du Code de commerce de 1807 affirmaient déjà que « le créancier qui aura stipulé, soit avec le failli, soit avec toutes autres personnes, des avantages particuliers à raison de son vote dans les délibérations de la faillite (...) sera puni correctionnellement » et que « les conventions seront, en outre, déclarées nulles à l'égard de toutes personnes, et même à l'égard du failli ». Aucune disposition équivalente n'existe dans le droit actuel. On relèvera que le droit français actuel n'est pas opposé de façon générale à ce type de convention. La jurisprudence⁹¹¹ a notamment validé les conventions de vote entre associés. Ainsi la Cour d'appel de Paris a affirmée « qu'aucune disposition législative ou réglementaire ne prohibe en soi de telles conventions ». S'il est possible de porter atteinte à la liberté de voter d'un associé (dont le pouvoir politique est théoriquement une des caractéristiques), on peut se demander ce qui interdirait ce type d'atteinte au droit de vote du créancier junior. On relèvera cependant que l'analogie entre la situation du créancier s'exprimant dans le cadre d'un comité et celle d'un associé n'est pas évidente. Comme le souligne un auteur « Le droit de vote des créanciers au sein des comités ne saurait s'assimiler à un droit d'associé. Les comités étant dépourvus de la personnalité morale, il n'existe pas d'intérêt supérieur qui pourrait transcender l'intérêt particulier de chacun des créanciers. L'on ne saurait dès lors apprécier la licéité des conventions de vote au sein des comités, ni à l'aune de l'intérêt de la société comme cela est le cas en droit des sociétés, ni, a fortiori, à la lumière d'un intérêt général des membres de chacun des comités respectifs »⁹¹². Comme nous l'avons déjà évoqué⁹¹³, la nature d'un financement subordonné est plus proche de celle des créances que du capital social. Si un parallèle doit être établi sur les conventions de vote dans le cadre des comités, c'est avec les solutions retenues en matière d'obligations plus que celles utilisées face aux actions et parts sociales. Or la position du droit français à l'égard des conventions de vote passées entre obligataires est plus nuancée que pour celles passées entre actionnaires.

911 CA Paris 30 juin 1995, *Metaleurop*, RG numéro 93-27606, note J.J. Daigre, JCP E, 1996, n° 795, p. 69.

912 A. Besse et N. Morelli, « Le packaged plan à la française : pour une saine utilisation de la procédure de sauvegarde », JCP E, 2009, n° 25, p. 28 et s.

913 Voir en ce sens « B. Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé » », p. 108.

Ainsi l'article L 245-11 2^o⁹¹⁴ du Code de commerce expose les sanctions encourues par les créanciers qui votent ou s'abstiennent de voter à une assemblée d'obligataires en échange d'avantages particuliers. Le législateur est relativement hostile à ce type de convention lorsqu'elle porte sur des instruments obligataires.

En dépit de cette hostilité traditionnelle de droit français face à ce type d'accord, une partie de la doctrine considère que les conventions de vote sont valables. Un auteur affirme que « les conventions de vote semblent ainsi tout à fait possibles en droit français des procédures collectives »⁹¹⁵. Il convient en premier lieu de noter, comme le soulignent certains praticiens,⁹¹⁶ qu'il n'existe pas au sein du livre VI du Code de commerce de dispositions semblables à celle qui interdisait les conventions de vote comme autrefois, à savoir les articles 597 et 598 du Code de commerce de 1807. Ces auteurs s'appuient sur cette liberté pour affirmer « la libre disposition du droit de vote ». Ces mêmes praticiens pondèrent cependant leurs propos en affirmant que la liberté doit être conciliée avec « la réserve de l'égalité des créanciers de même que celle plus générale de la fraude ». Il convient sur ce point de souligner que l'idée des « conventions de votes » ne s'oppose pas aux grands principes des procédures collectives. Comme le relève certains praticiens⁹¹⁷, que « le principe d'égalité (...) n'interdit pas qu'une convention de subordination prévoit que le senior pourra donner au créancier subordonné des instructions de vote au sein des comités ».

L'idée de reconnaître la validité de ce type de convention pourrait s'appuyer sur les récentes évolutions législatives (notamment sur la loi n° 2012-346 du 12 mars 2012 et celle du 22 mars 2012) qui appellent à la prise en compte de la subordination. Cette idée interdirait aux créanciers juniors de voter contre un plan servant les intérêts des créanciers seniors. Ainsi certains auteurs⁹¹⁸ affirment que « l'opposabilité des accords de subordination aux organes de la procédure fait obstacle à ce que les créanciers subordonnés s'opposent à un plan qui reporte la date des distributions leur revenant à celle à laquelle les créanciers seniors seront intégralement remboursés ». Un praticien souligne « les créanciers subordonnés ne peuvent s'opposer à un plan de sauvegarde ou de continuation qui reporte la date des premières distributions leur revenant à celle à laquelle les seniors auraient dû être intégralement

914C. com art. L. 245-11 « Est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 9000 euros le fait : (...) 2° 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 ».

915 S. Stankiewicz Murphy, « l'influence du droit américain de la faillite en droit français des entreprises en difficulté », Thèse de l'Univ. de Strasbourg, 2011, p.156.

916A. Besse et N. Morelli, « Le prepackaged plan à la française : pour une saine utilisation de la procédure de sauvegarde », art. préc., p. 28 et s.

917A. Bebeepale et C. Garcia, « Les plans face aux accords de subordination », LPA, 2012, n° 146, p. 4.

918 A. Bebeepale et C. Garcia, « Les plans face aux accords de subordination », art. préc., p. 4.

remboursés » et qu'un vote contraire à leurs engagements contractuels pourrait engager la responsabilité des créanciers juniors. Un praticien considère que « s'il (le créancier junior) vote un plan contre l'avis du senior. Rien ne devrait, toutefois, à notre avis, s'opposer à ce que cette responsabilité du junior soit reconnue »⁹¹⁹. On relèvera que l'idée d'une prise en compte des conventions de vote dans les comités pourrait s'appuyer sur certains éléments de la réforme du 12 mars 2014.

338. La prise en compte des conventions de vote en droit français. La réforme de l'article L.626-30-2 du Code de commerce intervenue dans le cadre de l'Ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014 ouvre la voie à une prise en compte des conventions de vote.

En premier lieu, cette réforme offre à l'administrateur un droit à l'information sur ces conventions souvent opaques. En effet, la nouvelle mouture de l'article L.626-30-2 du Code de commerce prévoit que « chaque créancier informe, s'il y a lieu, l'administrateur de l'existence de toute convention soumettant son vote à des conditions ». Cette obligation déclarative semble clairement applicable aux conventions de votes. Cette transparence constitue un prérequis indispensable pour envisager, en pratique, la prise en compte des conventions de vote.

Par ailleurs, le rapport présentant la réforme de 2014⁹²⁰ annonce cette évolution législative comme consacrant « notamment, la possible efficacité juridique des conventions de vote ». Selon certains praticiens, « ce projet illustre (...) une volonté du législateur d'appréhender la problématique des droits de vote au sein des comités de créanciers, lorsqu'il existent des conventions de vote (...), c'est-à-dire des mécanismes contractuels de nature à influencer sur l'exercice des droits de vote »⁹²¹. En revanche, le texte reste flou sur l'impact que doivent avoir ces conventions de vote dans la détermination des « modalités de calcul des voix » faite par l'administrateur judiciaire. L'emploi de la formule « possible efficacité » dans le rapport sur la réforme reflète parfaitement l'ambiguïté du législateur sur le sujet. Si ce flou est maintenu, il risque de contraindre les administrateurs judiciaires et les tribunaux de commerce à proposer leurs propres grilles de lecture de ce type de convention. Le risque est alors de voir des interprétations et pratiques hétérogènes apparaître. Il existe à minima deux

919 J. Henrot, « Financement LBO et Entreprises en difficulté », RDBF, 2007, n°3, p. 82 et s.

920 C. Taubira, « Rapport relatif à l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014 », 2014, Rapport au Président de la République, p. 5243 notamment « La participation des créanciers à l'élaboration du plan ».

921 R. Dammann et G. Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultant de l'ord. du 12 mars 2014 », D., 2014, n°12, p. 752 et s.

modalités distinctes possibles de « prise en compte » des conventions des votes dans le cadre des comités de créanciers :

- La première modalité envisageable consiste simplement pour l'administrateur à ne pas admettre le vote du créancier ayant renoncé à son droit de vote au profit d'un autre, sans pour autant autoriser un autre créancier à s'exprimer en lieu et place de celui qui a renoncé.

Cette modalité de prise en compte ne respecte que partiellement la volonté exprimée par les parties dans le cadre de la convention de vote, ces derniers n'entendaient pas seulement priver le créancier renonçant de son pouvoir politique dans les comités, mais aussi mettre ce pouvoir au service du créancier bénéficiaire de la convention de vote. Dans le cadre d'une convention de subordination, il est courant de voir le créancier junior accepter de réduire ses droits politiques pour permettre au créancier senior d'accroître le sien d'autant. Une telle analyse a l'avantage cependant de s'en tenir à une configuration connue du droit des procédures collective. En effet, il est aujourd'hui établi que certaines créances « n'ouvrent pas droit à participer au vote »⁹²². Par ailleurs, aucun créancier ne pourra s'estimer lésé par la renonciation du créancier junior. Le seul créancier dont le pouvoir politique sera réduit sera le créancier junior qui aura explicitement exprimé sa volonté de renoncer.

- La seconde possibilité consiste à accepter d'une part que le « créancier renonçant » soit privé de son droit de vote et, d'autre part, qu'un autre créancier s'exprime en lieu et place du « renonçant ». Dans cette seconde configuration, la volonté des parties est complètement respectée, mais elle constitue une idée plus originale puisqu'on admet que le créancier ayant souscrit une convention de vote aurait transmis son droit politique tout en conservant le risque économique. Cette configuration est profondément originale. Elle se distingue notamment des cas classiques où les créanciers cèdent leurs droits de vote en même temps que l'ensemble de leurs créances⁹²³. En effet dans le cas d'une renonciation du créancier junior au profit du senior, le droit de vote du créancier qui constitue la principale composante de la participation du créancier au comité serait isolé du reste de la créance. Or l'article L.626-30-1 du Code de commerce considère que « la faculté de faire partie d'un

922 Une configuration qui est déjà reconnue par des sources tant en légale (C. com art. L. 626-30-2 évoque des créanciers qui « ne prennent pas part au vote les créanciers »), réglementaire (C. com. art. R. 626-58 parle de la liste des créances (...) n'ouvrent pas droit à participer au vote) que jurisprudentiel (affaire Thomson).

923 Le législateur envisage expressément la possibilité d'une cession de créance dans C. com art L. 626-30 « Les sociétés de financement, les établissements de crédit et ceux assimilés, ainsi que tous les titulaires d'une créance acquise auprès de ceux-ci ».

comité constitue un accessoire de la créance ». Nous serions donc face à une figure nouvelle où l'accessoire (le droit de participer au comité) ne suivrait plus le principal (la créance sous-jacente). Cela impliquerait par ailleurs qu'un créancier puisse détenir un pouvoir politique supérieur au nominal de sa créance. Cette idée n'est pas sans conséquence pour les créanciers tiers qui ne pourraient plus se fier au nominal de la créance pour estimer le poids politique d'un créancier. L'originalité de cette figure nous semble difficile à admettre sans texte législatif clair en ce sens.

On relèvera que dans les deux possibilités, la prise en compte des « conventions de vote » aboutit à priver les créanciers de leurs pouvoirs politiques, tout en les laissant exposés aux risques des comités (abandon des créances, rééchelonnement de leurs dettes...). De prime abord, cette situation peut apparaître choquante, le créancier est soumis aux affres des comités sans avoir pris part au vote. Il convient cependant de relever que le créancier a, d'une certaine façon, accepté son sort. Bien que sa volonté n'ait pas été exprimée durant le vote, le créancier a manifesté sa volonté lors de la signature de la convention de vote. Ce raisonnement repose cependant sur le postulat que l'abdication du créancier à son droit de vote est intervenue sur un droit né et actuel, sans cela cette renonciation pourrait ne pas être valable. Il semble que le droit de vote du créancier fasse partie intégrante de « la faculté de faire partie d'un comité » qui selon l'article L 626-30-1 du Code de commerce est « née antérieurement au jugement d'ouverture de la procédure ». Il semble donc que le droit de vote du créancier ne naisse pas avec la constitution des comités de créanciers, mais que ce droit existe dès la naissance de la créance. Ce qui tendrait à faire de ce droit à voter lors des comités, un droit né avant la renonciation. La renonciation serait donc a priori valable sur ce point.

On notera par ailleurs que les créanciers ayant abandonné leur droit de vote ne se retrouvent pas pour autant à la merci des créanciers qui disposent du pouvoir politique. En effet, l'article L. 626-31 du Code de commerce prévoit un contrôle judiciaire du plan qui porte essentiellement sur la question du caractère équilibré de ce dernier. Le tribunal aura donc la charge de s'assurer que le traitement réservé à ces créanciers « silencieux » ne porte pas une atteinte disproportionnée à leurs intérêts.

Ces éléments incitent à considérer que les créanciers juniors peuvent dans le cadre de conventions de vote renoncer à leur droit de vote. En revanche, il semble difficile de concevoir que cette diminution des droits de votes du créancier junior s'accompagne d'un transfert de ce pouvoir politique au profit du créancier senior. Après avoir évoqué la question du créancier autorisé à s'exprimer notamment dans le cadre d'une convention de vote, où un créancier subordonné renonce au profit d'un créancier senior à son droit de vote, il convient

de s'interroger sur le poids de la politique de ce créancier subordonné. Dans la configuration où ce créancier s'exprime directement comme dans celle où un créancier senior s'exprime à sa place, il est important de savoir si la créance junior offre un droit de vote proportionnel à sa valeur faciale ou si le « poids politique » de cette créance doit être pondéré.

339. La pertinence de la valeur faciale de la créance comme clef de répartition du pouvoir politique au sein des comités de créanciers. Le principe fondamental qui régit la répartition du pouvoir au sein des comités de créanciers est celui du nominalisme monétaire. Ce principe est résumé par un auteur comme celui de « la constance juridique de la monnaie, malgré son instabilité économique »⁹²⁴. Ce principe avait d'ailleurs été rappelé dans le cadre de l'affaire Thomson qui affirmait « que les stipulations de ces contrats d'émission imposent de déterminer les droits de vote de chaque obligataire, et donc de chaque porteur de TSS, à partir du montant du nominal de ses titres, augmenté du montant des intérêts impayés au jour du jugement d'ouverture »⁹²⁵. S'il y a eu augmentation ou diminution d'espèces avant l'époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme numérique prêtée, et ne doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment du paiement ». La portée de cette règle particulière a, par la suite, été élargie par la jurisprudence⁹²⁶. L'un des principaux avantages de l'utilisation du nominal des créances comme clef de répartition est sa grande simplicité.

340. La pertinence du nominalisme discutée tant par la doctrine et que par les praticiens. Cette absence de distinction entre créancier junior et créancier senior a été contestée par une partie de la doctrine. Selon le professeur LUCAS « un tel nivellement peut aboutir à ce que le traitement des créances seniors par le plan soit décidé par des créanciers juniors qui ont pourtant vocation à n'être payés qu'après les créanciers seniors »⁹²⁷. Dans le cas d'une prise en compte insuffisante de la subordination, il existe un risque de voir les créanciers subordonnés monnayer leur pouvoir de nuisance, captant ainsi des sommes qu'ils n'auraient en principe pas été en mesure de recouvrer. Certains praticiens dénoncent le risque de voir les créanciers subordonnés « valoriser leur pouvoir de nuisance »⁹²⁸. Cette

924 Rép. Civ. Paiement, juin 2016, M-L Mathieu-Izorche et S.Benils, n° 166.

925 CA de Versailles 18 Novembre 2010, n° 10-01433 ; B. Grelon, Rev. Sociétés, avril 2011, n° 4, p. 239 et s. ; P. Roussel Galle, BJE, mars 2011, n°1, p. 14 ; N. Borga, BJS, janvier 2011, n°1, p. 31 ; A. Lienhard, D., décembre 2010, n°42, p. 2767, F-X Lucas, BJS, février 2011, n°11, p. 85.

926 Cass. Ch. des Req, 25 février 1929, DH 1929. 161, GP 1929. 2.802.

927 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

928 R. Dammann et G. Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultant de l'ord. du 12 mars 2014 », D., 2014, n°12, p. 752 et s.

problématique est récurrente en matière de nominalisme monétaire. Comme l'explique un auteur, ce principe « présente de graves inconvénients au plan économique en période de fluctuation de la monnaie »⁹²⁹. En effet, le nominalisme par définition ne prend pas en compte ces variations. Dans le cas d'un financement structuré, cette fluctuation de la monnaie n'est pas liée à une éventuelle inflation mais provient de la volonté de certains créanciers de prendre un risque plus fort (notamment avec la mise en place d'une subordination) et de l'occurrence du risque de crédit. Comme nous l'avons déjà évoqué⁹³⁰, la problématique des créances subordonnées n'est pas un cas isolé. Un auteur résume la problématique en expliquant qu'« un euro de créance junior votait comme un euro de créance senior quand bien même cela ne reflétait pas la valorisation économique de la créance junior »⁹³¹. La question de la pertinence de l'utilisation de la valeur nominale de la créance comme clef de répartition du pouvoir au sein des comités se pose à chaque fois que le risque économique a été contractuellement déconnecté de la propriété juridique de la créance. On retrouve cette configuration lorsque le créancier à couvert son risque via un CDS ou lorsque le créancier à accepter de cantonner ses recours à certains actifs du patrimoine du créancier. La problématique sous-jacente est la même, le nominalisme monétaire ne permet pas d'appréhender la « valeur économique réelle » de la créance.

A l'inverse, en réduisant trop fortement le pouvoir politique du créancier subordonné, on risque de ne plus prendre en compte « le droit (...) reconnu aux créanciers (...) de limiter le risque d'atteinte à leur créance, (...) une limitation excessive de cette prérogative politique et le risque qu'elle fait courir au créancier (...), caractérisent une atteinte aux biens, critiquable sur le fondement de l'article 1er du premier protocole additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme »⁹³². Les problématiques afférentes à l'application stricte du principe du nominalisme monétaire sont notamment au cœur de l'affaire Thomson – Technicolor.

341. Le débat sur le principe du nominalisme dans le cadre de la jurisprudence Thomson. Depuis les arrêts Thomson – Technicolor⁹³³, une interrogation existe sur la

929 Rép. Civ. Paiement, juin 2016, M-L Mathieu-Izorche et S. Benils, n° 170.

930 Voir en ce sens « A Les clauses du contrat de financement perturbant le passif », p. 225.

931 J. Baron, F. Chassaing, S. Gorrias, N. Morelli et M. Menjucq, « La contractualisation du droit des entreprises en difficulté », RPC, 2015, n° 3, p. 4.

932 F.X Lucas, « L'ordonnance du 12 mars 2014 et le droit des sociétés », BJS, juin 2014, n° 6, p. 403 et s.

933 Trib. Com. de Nanterre 17 février 2010 n° RG : 2010L346 ; note B. Grelon, Rev. Sociétés, juin 2010, n°4, p. 244. ; CA de Versailles 18 Novembre 2010, n° 10-01433 ; B. Grelon, Rev. Sociétés, avril 2011, n° 4, p. 239 et s. ; P. Roussel Galle, BJE, mars 2011, n°1, p. 14 ; N. Borga, BJS, janvier 2011, n°1, p. 31 ; A. Lienhard, D., décembre 2010, n°42, p. 2767, F-X Lucas, BJS, février 2011, n°11, p. 85 ; Cass. Com. 21 Février 2012, n° 11-

« force » du droit de vote des créanciers juniors. Afin d'éviter de conférer un pouvoir trop fort aux créanciers subordonnés, la solution retenue par l'administrateur judiciaire avait consisté à faire voter les TSS à hauteur de leurs intérêts. Ces intérêts représentaient un montant de 25 millions d'euros contre 500 millions d'euros pour le montant nominal du principal de l'émission. On précisera que les TSS concernés étaient à durée perpétuelle. En outre, le versement des intérêts n'était dû par la société aux porteurs de TSS qu'en cas de versement d'un dividende à ses actionnaires (ou de rachat d'actions). Une perspective très hypothétique durant la période de la restructuration. Il était ainsi précisé dans le cadre du rapport du conseil d'administration de la société que « eu égard à la nature de ces titres, la seule créance des Porteurs de TSS qu'il convient de prendre en compte et de traiter dans le Projet de Plan consiste dans leur droit aux intérêts »⁹³⁴. Cette décision de l'administrateur judiciaire de n'accepter le vote des TSS qu'à hauteur de leurs intérêts semblait marquer une rupture claire avec la logique du nominalisme monétaire qui régissait jusque-là les comités de créanciers.

En s'appuyant sur la spécificité des Titre Super Subordonnées (TSS), le Tribunal de commerce de Nanterre avait admis ce raisonnement, dans son jugement du 17 février 2010. Le tribunal avait constaté que l'attribution aux porteurs de TSS de droit de vote correspondant au nominal serait disproportionnée en s'appuyant notamment sur deux raisons :

- D'une part, ces titres sont comptabilisés en « autres fonds propres » en raison du caractère conditionnel de leur remboursement.
- D'autre part, le jugement relève que ces titres ne sont remboursables qu'en cas de liquidation, de cession ou de dissolution de la société et si tous les autres créanciers ont été intégralement remboursés. Or cette configuration n'est clairement pas envisageable d'après le rapport de l'expert et les mandataires judiciaires.

L'ensemble de ces éléments amène le tribunal à affirmer qu'il n'est pas possible « d'attribuer valablement un « montant » positif à une créance hypothétique ». Le tribunal poursuit son raisonnement en affirmant que « le projet de plan n'affecte nullement le nominal des TSS ». Cette décision semble donc reprendre le nouveau concept de créances non « affectées par le plan » qui avait été présenté dans le règlement intérieur de l'assemblée unique des obligataires. Le juge anticipe les modifications législatives ultérieures, en affirmant que ce type de créancier n'a pas vocation à voter au sein des comités et de l'assemblée unique des obligataires. En effet, cette modification sera actée dans le cadre de la

11693 ; note C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n° 217, p. 101 ; note B. Grelon, Rev. Sociétés, juin 2012, n°7, p. 450 ; N. Borga, BJS., mai 2012, n°5, p. 426 et s. ; T. Bonneau, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 22. P. Pétel, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 17 et s. ; R. Dammann et G. Podeur, BJE, mars 2012, n° 2, p. 78.

934 Rapport de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la société Thomson SA, 27 janvier 2010, p. 14.

loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière qui affirme que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ou dès l'admission de leurs créances. ». Le tribunal valide donc le fait que « le nominal des TSS n'avait pas été comptabilisé dans les droits de vote ». Dans cette décision, le Tribunal affirme clairement que l'on ne vote pas à hauteur du nominal de sa créance mais à hauteur du nominal impacté par le plan. Cette idée est source d'un vif débat doctrinal. Ainsi, pour le professeur GRELON « le montant des créances obligataires (nominal fixé lors de l'émission) est (...) le seul critère (...) pour déterminer le nombre de voix dont dispose chaque obligataire »⁹³⁵. A l'inverse pour le professeur LE CORRE, cette analyse ne retenant que le montant impacté de la créance est parfaitement justifiée. Elle s'inspire de l'idée selon laquelle un créancier qui n'a « pas d'intérêt » n'a « pas d'action ». Par analogie avec la maxime bien connue du droit processuel issue de l'article 31 du Code de procédure civile, ce professeur propose l'idée d'un principe selon lequel « pas d'intérêt, pas de vote »⁹³⁶. Cet auteur affirme que « la consultation se justifie par la possibilité d'octroi de délais de paiement et de remises de dettes, que les créanciers sont susceptibles de consentir au débiteur. Dès lors que la créance ne peut être intégrée au plan, son titulaire n'a pas à être consulté. (...) Puisque celui-ci (le porteur de TSS) n'a pas à vocation à être remboursé pendant l'exécution du plan de sauvegarde ou de redressement, au titre du nominal de son obligation, il n'a corrélativement pas à être consulté»⁹³⁷.

Le jugement avait donné lieu à un appel devant la Cour d'appel de Versailles le 18 Novembre 2010. La solution retenue en première instance avait été désapprouvée par l'arrêt d'appel. Le Tribunal de commerce affirme que les TSS étant comptabilisés en « autres fonds propres », on pourrait considérer les porteurs de ces titres comme des créanciers « conditionnels ». Cette analyse est rejetée par l'arrêt d'appel. L'arrêt souligne la nature de créancier des porteurs de TSS, écartant ainsi toute éventuelle assimilation de ces derniers à des actionnaires. L'arrêt précise « que, comme tous les créanciers obligataires, les porteurs de TSS disposent d'une créance née le jour du contrat d'émission, donc antérieurement au

935 T. Com. de Nanterre 17 février 2010 N° RG : 2010L346 ; note B. Grelon, Rev. Sociétés, juin 2010, n°4, p. 244.

936 P-M. Le Corre, « Porteurs de TSS et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », D. Lettre Omnidroit, 2010, n°91, p. 19 et s.

937 P-M. Le Corre, « Porteurs de TSS et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », art. préc., p. 19 et s.

jugement d'ouverture »⁹³⁸. Comme nous l'avons déjà évoqué⁹³⁹, il semble en effet que cette assimilation de la condition de créancier subordonné à celle d'associé n'étant pas pertinente. Par ailleurs, comme nous l'avons vu si le niveau d'exigibilité de la créance subordonnée est faible, le principe même de cette créance n'est jamais remis en cause. L'arrêt affirme que non seulement les droits des TSS s'appuient sur une créance, mais que cette « créance des porteurs de TSS en remboursement du nominal est une créance certaine, inconditionnelle, d'un montant déterminé, dont la seule particularité réside dans le fait que son paiement ne peut être exigé que lors de la dissolution de la société. »⁹⁴⁰. La Cour d'appel refuse clairement le raisonnement consistant à assimiler le TSS à un simple germe de créance incertain n'offrant pas de droit de vote.

Par ailleurs, la Cour rappelait qu'à l'époque du jugement, il ne relevait pas de la compétence de l'administrateur judiciaire de priver les créanciers obligataires de leurs droits de vote. On relèvera que la Cour d'appel reconnaît cependant que l'administrateur judiciaire « doit se livrer à une appréciation du montant de la créance ». Une appréciation qui doit se faire selon « les stipulations du contrat passé entre le créancier et le débiteur, et donc en l'espèce selon les contrats d'émission des obligations ». Dans le cas d'espèce, les contrats d'émission imposaient de « déterminer les droits de vote de chaque obligataire, et donc de chaque porteur de TSS, à partir du montant du nominal de ses titres ». Cette référence au contrat d'obligation n'est pas anodine, elle marque la volonté du juge de respecter la volonté des parties en matière de modalité de vote. La formulation de l'arrêt semble indiquer que le nominalisme ne serait pas une règle impérative, mais simplement une règle supplétive dont les prêteurs pourraient s'écarter, bien qu'ils n'aient pas décidé de le faire en l'espèce.

Si, sur le fond, l'argumentaire du Tribunal de commerce de Nanterre n'avait pas convaincu les juges d'appel, ces derniers n'avaient pas pour autant remis en cause le plan de la société Thomson. La Cour d'appel avait considéré qu'en « l'absence d'influence de l'irrégularité du vote sur les résultats, la nullité de la décision de l'assemblée unique des obligataires (AUO) ne pouvait être prononcée ».

Enfin, l'arrêt d'appel a fait l'objet d'un pourvoi devant la Chambre commerciale de la Cour de cassation rendu le 21 Février 2012. On relèvera en premier lieu que la Chambre

938 CA de Versailles 18 Novembre 2010, n° 10-01433 ; B. Grelon, Rev. Sociétés, avril 2011, n° 4, p. 239 et s. ; P. Roussel Galle, BJE, mars 2011, n°1, p. 14 ; N. Borga, BJS, janvier 2011, n°1, p. 31 ; A. Lienhard, D., décembre 2010, n°42, p. 2767, F-X Lucas, BJS, février 2011, n°11, p. 85.

939 Voir en ce sens « B. Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé », p. 108.

940 CA de Versailles 18 Novembre 2010, n° 10-01433 ; B. Grelon, Rev. Sociétés, avril 2011, n° 4, p. 239 et s. ; P. Roussel Galle, BJE, mars 2011, n°1, p. 14 ; N. Borga, BJS, janvier 2011, n°1, p. 31 ; A. Lienhard, D., décembre 2010, n°42, p. 2767, F-X Lucas, BJS, février 2011, n°11, p. 85.

commerciale reprend l'idée défendue dans l'arrêt d'appel d'un droit de vote exprimé à hauteur du nominal sauf clause contraire. Ainsi la Chambre commerciale de la Cour de cassation affirme que « nonobstant toute clause contraire et indépendamment de la loi applicable au contrat d'émission, les porteurs de titres expriment leur vote selon le montant des créances obligataires qu'ils détiennent »⁹⁴¹. On relèvera que la formule de la Cour de cassation semble moins favorable que celle de l'arrêt d'appel à l'idée d'une dérogation conventionnelle au principe du nominalisme monétaire. En revanche, la Cour de cassation valide le raisonnement de la Cour d'appel considérant que « l'irrégularité ayant affecté les modalités du vote des porteurs des titres super-subordonnés lors de l'AUO n'avait eu aucune influence sur le résultat du vote ». La conclusion des arrêts Thomson-technicolor n'est donc pas la validité du principe de la réduction du droit de vote des créanciers subordonnés, mais simplement l'absence d'influence de l'irrégularité du vote. Ce pragmatisme est loué par une partie de la pratique. On relèvera notamment les propos de certains praticiens qui considèrent comme positif que « la Cour de cassation ne s'engage (...) pas dans la voie d'un formalisme tatillon »⁹⁴². On relèvera par ailleurs, comme le relève un auteur, que « l'usage de cette théorie dite du « vote utile » n'est pas tout à fait isolé »⁹⁴³. Cet auteur cite notamment le cas de la nullité d'une assemblée générale irrégulièrement convoquée⁹⁴⁴. Ce raisonnement n'est cependant pas à l'abri de toute critique. En effet, on relèvera que, seuls 40 % des porteurs de TSS avaient pris part au vote et que nul ne sait combien de créanciers se seraient manifestés s'ils avaient été admis *ab initio* à voter pour un montant équivalent au nominal de leurs créances. Les créanciers subordonnés représentaient 500 millions d'euros de principal auxquels s'ajoutaient les intérêts échus non payés (soit environ 45% des droits de votes de l'assemblée pour le seul principal), une somme qui aurait pu permettre aux créanciers subordonnés de disposer d'une minorité de blocage dans le cadre de l'assemblée obligataire.

La Cour de cassation n'a cependant pas voulu remettre en cause un vote ayant permis d'arrêter la restructuration de Technicolor. Au-delà du cas d'espèce, l'affaire Thomson a mis en avant la nécessité de pondérer l'importance des créanciers subordonnés dans le cadre des

941 Cass. Com. 21 Février 2012, n° 11-11693 ; note C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n° 217, p. 101 ; note B. Grelon, Rev. Sociétés, juin 2012, n°7, p. 450 ; N. Borga, BJS., mai 2012, n°5, p. 426 et s. ; T. Bonneau, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 22. P. Pétel, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 17 et s. ; R. Dammann et G. Podeur, BJE, mars 2012, n° 2, p. 78.

942 R. Dammann et G. Podeur, « Éclairage – Affaire Thomson-Technicolor : le clap de fin », BJE, 2012, n° 2, p. 78.

943 N. Borga «Épilogue de l'affaire Thomson: quand le pragmatisme se teinte de dogmatisme », BJS., 2012, n°5, p. 426 et s.

944 Cass. com., 9 juill. 2002, n° 99-10453 ; note FX Lucas, Dr. sociétés, décembre 2002, n°12, p. 27 ; note Y. Guyon, Rev. Sociétés, novembre 2010, n°4, p. 716 ; note A. Couret, BJS, août 2002, n°8, p. 939 ; note C. Champaud et D. Danet, RTD Com, janvier 2003, n°1, p. 110.

comités de créanciers. Ce précédent a d'ailleurs entraîné une modification de la loi facilitant la « prise en compte » de la subordination dans les votes de comités.

B. La « prise en compte » de l'accord de subordination prévue par le législateur

342. Les outils législatifs permettant d'assurer la prise en compte de la subordination.

Prenant acte du précédent Thomson, le législateur a dans le cadre de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, affirmé la nécessité pour le projet de plan de prendre « en compte les accords de subordination entre créanciers conclus avant l'ouverture de la procédure ». On peut néanmoins s'interroger sur le point de savoir, si cette réforme était réellement nécessaire pour envisager la prise en compte du caractère subordonné des financements structurés. Il semble que des outils législatifs permettaient déjà de justifier un traitement spécifique pour les créanciers subordonnés dans les textes antérieurs à cette réforme.

343. La prise en compte des accords de subordination avant la loi du 22 octobre 2010.

Dès l'ordonnance du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté, une prise en compte des accords de subordination était envisageable via l'article L.626-30-2 du Code de commerce. Cet article prévoit que le projet de plan « peut établir un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient ». Certains praticiens considéraient que cette disposition révélait « nettement la volonté du législateur de prendre en compte la structuration des endettements des entreprises dans les termes du plan de sauvegarde ou de redressement permettant de régler leurs difficultés »⁹⁴⁵. Un praticien a notamment considéré que cette disposition ouvrait « la voie à la présentation de plans de sauvegarde ou de continuation respectant les clauses de subordination. Cette ouverture paraît permettre de régler les problèmes liés à l'articulation de différentes émissions et d'éviter ainsi les contentieux liés à l'éventuelle violation d'un accord de subordination par le plan »⁹⁴⁶. Certains auteurs considéraient que « cette formulation (établir un traitement différencié entre les créanciers « si les différences de situations le justifient») » permet donc de déroger au principe d'une uniformité de traitement des créanciers au sein de chaque catégorie de

945 H. Bourbouloux, « Lorsque la finance structurée investit le plan : le sort des dettes in fine à la recherche du compromis », BJE., 2011, n° 2, p. 110.

946 N. Laurent et J. de Michele, « Le point de vue du praticien sur dix principales mesures du projet de réforme de la sauvegarde », JCP G, 2008, n° 48, p. 29.

créanciers, notamment pour tenir compte de rangs de subordination différents à l'origine »⁹⁴⁷. L'idée est reprise par le professeur LUCAS qui affirme que « la convention de subordination est incontestablement une « différence de situation » justifiant un traitement différencié »⁹⁴⁸. Comme le relèvent certains spécialistes « l'édiction d'un tel principe prend tout son sens dans les restructurations financières complexes de société ou de holding d'acquisition où les créanciers sont positionnés en strates »⁹⁴⁹.

Au-delà d'une simple faculté qui serait offerte de prendre en compte les différences de traitement, une partie de la doctrine considère qu'il s'agit même d'une obligation. Ainsi certains auteurs affirment clairement que « le plan « peut » (...) (et même doit, devrait-on dire) établir un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient. »⁹⁵⁰. Cette idée pourrait s'appuyer sur l'un des fondements des procédures collectives que constitue « l'égalité des créanciers ». Comme nous l'avons déjà évoqué dans son acception française, cette idée veut que l'on « traite de façon égalitaire des créanciers en situation égale ». En ne tenant pas compte de la subordination, le risque est de traiter de façon identique des personnes qui sont dans des situations différentes. Ce comportement s'inscrit à l'encontre de l'idée d'égalité des créanciers. On peut même se demander si le tribunal, au regard de l'obligation qui lui est imposée, dans le cadre de l'article L.626-31 du Code de commerce, de s'assurer « que les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés » serait en mesure d'arrêter un plan arrêté sans prise en compte la subordination. On relèvera que l'idée d'une prise en compte du rang des créanciers dans l'appréciation du respect des intérêts peut s'appuyer sur la jurisprudence. Ainsi dans l'arrêt Thomson, la Cour de cassation affirmait que « les propositions formulées dans le projet de plan (...) étaient cohérentes avec les intérêts des créanciers en présence, leur caractère ou non subordonné, et stratégique ou non pour l'entreprise et qu'elles correspondaient à des efforts équilibrés des créanciers en fonction de la nature de leurs créances »⁹⁵¹.

Malgré ces éléments, le législateur a considéré qu'il était nécessaire de compléter les

947 O. Fourcault et P.Y Denez, « La conversion de créance en capital dans la loi de sauvegarde », J. sociétés, 2009, n° 68, p.27.

948 Cours de F-X. Lucas « restructuration des sociétés en difficulté » de l'Univ. Panthéon-Sorbonne.

949 J-P Martel et S. Golshani « La réforme de la sauvegarde, état des lieux et premiers éléments de réponse » J. sociétés, 2009, n° 67, p.19.

950 R. Dammann et G. Podeur, « Éclairage – Affaire Thomson-Technicolor : le clap de fin », BJE, 2012, n° 2, p. 78.

951 Cass. Com. 21 Février 2012, n° 11-11693 ; note C. Saint Alary-Houin, Dr. et patr., septembre 2012, n° 217, p. 101 ; note B. Grelon, Rev. Sociétés, juin 2012, n°7, p. 450 ; N. Borga, BJS., mai 2012, n°5, p. 426 et s. ; T. Bonneau, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 22. P. Pétel, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 17 et s. ; R. Dammann et G. Podeur, BJE, mars 2012, n° 2, p. 78.

textes existants en visant spécifiquement le cas des « accords de subordinations ». Ces ajouts se sont faits principalement en deux temps :

- D'abord la loi du 22 octobre 2010 exige que le projet de plan prenne « en compte les accords de subordination » ;
- Puis dans un second temps, l'ordonnance du 12 mars 2014 tente de définir les premières bases pratiques de cette « prise en compte ».

344. **L'ajout de la loi du 22 octobre 2010 : la « prise en compte de la subordination ».** La loi du 22 octobre 2010 se faisant notamment l'écho de la polémique apparue au cours de l'affaire Thomson, est venue préciser l'article L.626-30-2 du Code de commerce. Cet article vise désormais spécifiquement le cas des accords de subordination : « il prend en compte les accords de subordination entre créanciers conclus avant l'ouverture de la procédure. ». On relèvera aussi l'apport de la réforme du 22 mars 2012 sur cette question de la subordination. Elle a étendu le champ de la prise en compte de la subordination. Initialement mise en place uniquement dans le cadre du comité des établissements de crédit, cette prise en compte de la subordination a été étendue à l'assemblée obligataire (suite aux modifications de l'article L.626-32 du Code de com. intervenues dans le cadre de la loi du 22 mars 2012). Un élargissement opportun au regard du statut obligataire de certains créanciers subordonnés, notamment lorsque la subordination s'appuie sur une émission de titres participatifs. L'ajout d'une règle permettant la « prise en compte de la subordination » s'inscrit dans une démarche louable de prise en compte des spécificités des financements structurés dans le cadre du droit des restructurations français. L'ambiguïté de la formule retenue par le législateur amène cependant à s'interroger sur la portée exacte de la « prise en compte des accords de subordination » et sur les implications concrètes qui en découlent.

345. **La notion d'accord de subordination.** La première ambiguïté potentielle qui doit être écartée est celle qui tient à la référence faite aux « accords de subordination ». Au regard de cette formule, on pourrait envisager de ne « prendre en compte » que les formes de subordination issues d'un accord entre les parties (la subordination contractuelle). Cela exclurait la « prise en compte » de la subordination légale ou structurelle. Cette interprétation restrictive ne semble pas cohérente aux regards des circonstances ayant amené l'introduction de cette nouvelle disposition. L'un des objectifs du législateur était de permettre la prise en compte de la subordination dans des configurations comme celle de l'affaire « Thomson », il semble difficile de considérer que la « prise en compte » de l'article L.626-30-2 du Code de

commerce n'aurait pas affecté les « TSSDI » de l'affaire Thomson qui n'étaient pas issus d'un accord contractuel. Par ailleurs, on peine à voir les raisons qui auraient poussé le législateur à distinguer les subordinations selon l'*instrumentum* utilisé pour les mettre en place. On regrettera la formule malheureuse du législateur. Il aurait été préférable qu'il opte pour une formule plus simple faisant référence à une prise en « compte de la subordination entre créanciers ». On relèvera cependant que les difficultés d'interprétation de l'article L.626-30-2 du Code de commerce ne résident pas tant dans le périmètre des subordinations prises en compte que dans les modalités pratiques de cette « prise en compte ».

346. **L'ambiguïté du terme de prise en compte.** Le terme de « prise en compte » amène immédiatement à s'interroger sur le caractère impératif de cette prise en compte. Selon le professeur DOUAOUI-CHAMSEDDINE « cette prise en compte revêt à notre sens, le caractère d'une simple recommandation légale, la loi donnant au tribunal une faculté de prise en considération des conventions de subordination. »⁹⁵². Dans le même sens le professeur LUCAS affirme « que le rang de subordination est un des critères de discrimination à prendre en compte pour établir une distinction entre les créanciers mais qu'il ne s'impose pas comme un impératif. Cette règle n'est qu'une directive d'évaluation de l'équité du plan, une recommandation mais pas une injonction. ». Il souligne que « même si l'emploi de l'indicatif (le projet de plan « prend en compte ») évoque la formulation d'un ordre, l'analyse de la disposition nous fait dire qu'elle se trouve exprimée sur un mode qui n'a rien d'impératif mais ne peut qu'être optatif »⁹⁵³. La prise en compte n'interdit « pas que le projet de plan voté par les comités ne respecte pas scrupuleusement les rangs de subordination. La seule contrainte est que les rangs de subordination ne soient pas ignorés, ce qui impose que les créanciers subordonnés (créancier juniors) soient moins bien traités que les créanciers non subordonnés (créanciers senior) »⁹⁵⁴.

A l'inverse certains auteurs considèrent que, malgré sa formulation, la disposition présente un caractère impératif. Ainsi certains praticiens affirment qu'« un plan qui ne tient pas compte des accords de subordination entre obligataires serait a priori rejeté par l'assemblée si les signataires disposent d'une majorité suffisante, et en tout état de cause, puisqu'il s'agit désormais d'une obligation légale, le tribunal lui-même ne devrait pas pouvoir

952M. Douaoui-Chamseddine, « Question soulevée par un plan de sauvegarde écartant un accord de subordination: quel recours pour les seniors en cas d'atteinte à la propriété ? », RPC, 2012, n°1, p. 24 et.

953 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

954 FX Lucas, *Manuel de droit de la faillite*, 1^{er} éd, 2016, PUF, Droit fondamental, p. 299.

arrêter un tel plan. »⁹⁵⁵. Cette acception stricte s'interprète comme « garantissant le jeu des obligations de ne pas faire et de faire (*turnover clause*)⁹⁵⁶, les organes de la procédure n'ayant aucune marge de manœuvre ». Selon cet auteur, cette lecture est difficilement discutable dans un contexte de sauvegarde. En effet la sauvegarde a lieu avant la cessation des paiements. Il semblerait donc illégitime de déroger à l'accord contractuel des parties à un stade aussi prématuré de la restructuration. On relèvera par ailleurs que cette position peut s'appuyer sur la rédaction du texte. La formulation s'appuyant sur un indicatif à valeur d'impératif semble amener à considérer que la prise en compte des accords de subordinations s'impose au tribunal. Le tribunal ne conservant en dernier ressort, qu'une possibilité de ne pas arrêter le plan. La formulation semble indiquer que la prise en compte n'est pas une simple possibilité. Elle s'impose à l'administrateur. Le tribunal conserve néanmoins selon nous une large liberté, « la prise en compte » des accords de ne contraignant pas à arrêter un plan qui ne soit qu'une transposition de la convention de crédit. Le tribunal doit prendre en compte la subordination, mais la forme de cette prise en compte peut être sujette à des interprétations diverses.

Comme l'affirme un auteur⁹⁵⁷, le champ d'interprétation du terme « prendre en compte » est large, allant de la simple conscience de l'accord à son respect littéral. Qu'il s'agisse des financements « classiques » ou des financements « obligataires », le législateur n'avait évoqué ni l'ampleur, ni les modalités pratiques de cette « prise en compte ». Bien qu'elle laisse de nombreux points en suspens, l'ordonnance du 12 mars 2014 présente les premières modalités « concrètes » de cette « prise en compte ».

347. L'apport de l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014. La réforme de 2014 a complété l'article L.626-30-2 du Code de commerce afin de faciliter la « prise en compte de la subordination ». La réforme de 2014 a notamment permis de garantir l'information de l'administrateur sur l'existence de ce type de convention. Cette information constitue un prérequis à toute « prise en compte de la subordination ». Par ailleurs, cette modification de l'article L.626-30-2 a permis au législateur de poser les premières modalités pratiques de « prise en compte de la subordination ». Au regard des enjeux liés aux votes des créancier, cette ébauche de règle semble cependant insuffisante. Il paraît nécessaire de définir un ensemble de règles précis offrant la prévisibilité nécessaire pour répondre aux besoins des créanciers subordonnés.

955 A. Bebeepale et C. Garcia, « Les plans face aux accords de subordination », LPA, 2012, n° 146, p. 4.

956 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 133.

957 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 133.

348. **Le besoin d'information de l'administrateur judiciaire.** L'une des premières difficultés pour l'administrateur judiciaire confronté à des accords de subordination est d'être informé de l'existence de ces derniers. En effet, si certaines formes de subordination font l'objet d'une publicité notamment comptable, de nombreux accords de subordination (notamment pour les formes contractuelles de subordination) peuvent rester occultes. Le législateur a, dans un premier temps, prévu une information de l'administrateur, afin de remédier à l'absence de transparence. Ainsi le quatrième alinéa de l'article L. 626-30-2 du Code de commerce prévoit désormais une obligation selon laquelle « chaque créancier membre de l'un des comités institués en application de l'article L. 626-30 du code de commerce informe, s'il y a lieu, l'administrateur de (...) de l'existence d'accords de subordination ». Une obligation similaire est désormais prévue dans le cadre des créanciers obligataires⁹⁵⁸.

Par ailleurs, dans un second temps, les autres créanciers membres des comités seront informés de l'éventuelle évolution du rapport de force politique au sein des comités. En effet, l'article R.626-58 du Code de commerce prévoit que « les modalités de calcul (retenues sur le fondement du quatrième alinéa de l'article L. 626-30-2) appliquées sont portées à la connaissance des créanciers en complément de la liste des créances ». La transparence est d'ailleurs totale puisque au-delà même du simple montant pour lequel le créancier est autorisé à voter, c'est l'ensemble des « modalités de calcul appliquées » qui est « porté à la connaissance des créanciers en complément de la liste des créances ». Cet élément est important dans le cadre d'un éventuel litige, car les créanciers seront en mesure d'argumenter de façon précise sur les « modalités de calcul » ayant abouti à une répartition du pouvoir politique qui leurs semblent discutables. Cette transparence permet d'éviter que ne s'installe un climat de défiance au sein des comités de créanciers et favorise les négociations.

On relèvera cependant que l'esprit de la réforme de 2014 semble marqué par une volonté de définir le pouvoir politique du créancier subordonné dans le cadre d'une négociation bilatérale entre l'administrateur et les créanciers concernés par l'accord de subordination. Cette négociation s'opérant sous le « contrôle » du tribunal. L'ultime recours est posé par l'article L626-30-2 al 4 du Code de commerce qui précise qu'en « cas de désaccord, le créancier ou l'administrateur peut saisir le président du tribunal statuant en référé ».

958 « Les dispositions du quatrième alinéa de l'article L. 626-30-2 sont applicables au vote de l'assemblée générale. », C. com. art. L. 626-32.

349. **Une ébauche de cadre législatif pour la prise en compte de la subordination.** Ainsi l'article 43 complète le quatrième alinéa de l'article L.626-30-2 du Code de commerce notamment en affirmant que « l'administrateur soumet à ce créancier les modalités de calcul des voix correspondant aux créances lui permettant d'exprimer un vote ». Malgré le caractère laconique du texte, il semble que la volonté du législateur soit d'instaurer « une sorte de négociation (...) avec ce créancier »⁹⁵⁹. Un praticien considère que ce texte est une invitation faite par le législateur à « l'administrateur à aller au-delà de la règle du nominalisme monétaire, et à organiser un système de valorisation des créances »⁹⁶⁰. Dans un second temps, si besoin, le président du tribunal statuant en référé pourra « être saisi par le créancier ou l'administrateur en cas de contestation »⁹⁶¹. Ce texte semble autoriser l'administrateur à limiter les droits de vote de certains créanciers de façon à prendre en compte les conventions de vote ou de subordination et les éventuelles garanties fournies par un tiers. Si l'idée de la « prise en compte » semble aujourd'hui clairement affirmée, la méthode concrète de pondération du pouvoir politique du créancier subordonné reste floue. Comme le relève un auteur, l'emploi par le législateur d'une « formule allusive et euphémique (...) est hautement contestable ». Le choix d'une telle formulation n'est pas adapté à l'enjeu du débat. Il est nécessaire de « définir des critères précis et objectifs, propres à justifier une diminution du pouvoir politique conféré par la créance »⁹⁶². Il est difficile de ne pas partager l'analyse du professeur PEROCHON qui rappelle que « les textes ne livrent aucune précision sur les éléments que doit agiter dans son chapeau l'administrateur avant d'en sortir le nombre de voix qu'il reconnaît à chaque créancier »⁹⁶³. A défaut d'orientation claire du législateur, il convient d'envisager les différentes modalités possibles de « prise en compte » de la subordination et les conséquences qu'elles pourraient avoir en matière de procédure collective.

2§. Les principales modalités envisageables de « prise en compte »

959 F-X Lucas et R. Dammann, « Faut-il déjà réformer la réforme du 12 mars 2014 ? », BJE, 2014, n° 3, p. 143 et s.

960 N. Morelli, « L'amélioration du rôle des créanciers dans le cadre de l'adoption du plan. Le point de vue du praticien », RPC, 2014, n° 4, p. 69 et s.

961 F-X Lucas et R. Dammann, « Faut-il déjà réformer la réforme du 12 mars 2014 ? », art. préc., p. 143 et s.

962 F.X Lucas, « L'ordonnance du 12 mars 2014 et le droit des sociétés », BJS, 2014, n° 6, p. 403 et s.

963 F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, 10^{ème} éd., 2015, LGDJ, p. 410.

350. **Les modalités envisageables de « prise en compte » de la subordination.** Le professeur LUCAS propose trois modalités⁹⁶⁴ de prise en compte au stade du vote des rangs de subordination : la dilution, la segmentation ou la pondération. La méthode de la prise en compte par dilution consisterait à fusionner l'assemblée générale unique des obligataires et le comité des établissements de crédit. Cette piste est reprise par certains praticiens qui considèrent que « la piste d'une « fusion » de ces deux comités paraît (...) intéressante. »⁹⁶⁵. Cette idée est reprise par un auteur qui affirme que parmi les pistes suggérées pour en finir avec l'avantage (lié au nominalisme monétaire) injustement octroyé à certains créanciers, (...) la plus simple, celle de la dilution, (...) paraît préférable. »⁹⁶⁶. Dans de nombreux financements, on constate que les créances subordonnées (« junior ») prennent la forme de créances obligataires⁹⁶⁷. Ce qui permet, dans certaines configurations, aux créanciers juniors de contrôler la majorité des droits de vote dans l'assemblée des obligataires, et ainsi de détenir un droit de veto sur la procédure. La méthode dilutive permettrait de réduire l'impact du pouvoir de nuisance accordé dans certaines configurations aux créanciers juniors. Au-delà de la question de la subordination, on relèvera que cette fusion est souhaitable tant il est difficile sur le fond de justifier la différence de traitement entre les créanciers de l'assemblée générale unique obligataires et ceux des comités de crédit. En effet, bien que s'appuyant sur des sous-jacents juridique de nature différentes, la situation du créancier obligataire est souvent très proche de celle des créanciers issus des comités de crédit dans les faits (tous deux sont des prêteurs de nature financière). Comme évoqué précédemment, les financements structurés sont une notion fonctionnelle⁹⁶⁸. Ces montages sont caractérisés par un objectif spécifique. Les praticiens choisiront l'instrument juridique le plus adapté pour atteindre cet objectif. Afin d'éviter un traitement différencié résultant d'un choix opportuniste d'instrument juridique, il est important de limiter les différences de traitement entre des instruments proches. Plus qu'une simple modalité de prise en compte des spécificités des créanciers juniors, il s'agit de supprimer une distinction entre obligataires et le comité des établissements de crédit, dont la raison d'être n'apparaît pas évidente durant le vote des comités. Il convient donc d'analyser

964F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

965 R. Dammann et G. Podeur, « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », Dr. et patr, 2013, n°223, p.78.

966 F. Pérochon, « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse. », RPC, mai 2013, n° 3, p. 84 et s.

967R. Dammann et G. Podeur, « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », art. préc., p.78.

968 Voir en ce sens « Section 1. La pertinence d'une définition fonctionnelle des financements structurés », p. 101.

les deux modalités de prise en compte de la subordination envisageable : la « segmentation » et la « pondération ».

A. La « segmentation »

351. **La prise en compte par segmentation.** Si au fil des réformes l'administrateur judiciaire est invité à tenir compte des conventions de subordination, comme le constate le professeur AYNES « le texte ne précise pas comment il doit le faire, ce qui n'est pas simple ! »⁹⁶⁹. Le professeur LUCAS souligne lui aussi l'étonnant silence du législateur en rappelant que ce dernier « est (...) muet sur les critères permettant de déterminer le niveau des droits de vote devant être attribués à tel ou tel créancier »⁹⁷⁰. Ce silence a été largement critiqué par certains auteurs. Ainsi le professeur LE CORRE souligne que « Ces textes font donc apparaître que l'administrateur se voit reconnaître un pouvoir singulier, celui de moduler le poids de ces créanciers dans le calcul des majorités, d'opérer lui-même une pondération de ces droits de vote. La chose apparaît d'autant plus singulière qu'aucun élément objectif ne va servir de référence au calcul. C'est donc le royaume de l'arbitraire, qui conduit à jeter sur ce pouvoir nouveau un regard extrêmement négatif (...). Il faudrait introduire une bonne dose d'objectivité pour supprimer l'insécurité juridique qu'introduit cette règle »⁹⁷¹. Certains auteurs estiment « qu'une sorte de négociation pourrait s'instaurer avec les créanciers » mais à leur tour sont obligés de constater que « le texte est muet sur les critères permettant de déterminer le niveau des droits de vote devant être attribués à tel ou tel créancier »⁹⁷². On pourrait donc envisager une prise en compte de la subordination par segmentation. L'idée consisterait à faire voter le plan distinctement par chaque classe de créanciers, de façon à ce que la consultation ne concerne que des groupes de créanciers relativement homogènes.

352. **La prise en compte par « segmentation » : un modèle répandu dans les droits étrangers.** Comme le souligne un praticien « la création de classes de créanciers homogènes, selon le modèle suivi par les Etats-Unis, l'Angleterre ou encore l'Allemagne, (...), a (...) fait

969 A. Aynes, « Réforme des procédures collectives ; Note sous Ord. n° 2014-326 du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives », *Dr. et Patri*, 2014, n° 241 p. 100 et s.

970 F-X Lucas et R. Dammann, « Faut-il déjà réformer la réforme du 12 mars 2014 ? », *BJE*, 2014, n° 3, p. 143 et s.

971 P. M Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2015/2016*, 8^{ème} ed., 2015, Dalloz action., p.1148.

972 R. Dammann et G. Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultant de l'ord. du 12 mars 2014 », *D.*, 2014, n°12, p. 752 et s.

ses preuves depuis de nombreuses années et pourrait donc servir de source d'inspiration »⁹⁷³. Comme l'explique ce praticien, cette solution marquerait un rapprochement avec celle retenue dans le cadre du droit américain. En droit américain, l'administrateur est autorisé s'il l'estime opportun, à nommer d'autres comités représentants des catégories de créanciers spécifiques (comme l'indique le § 1102 (a) (1) de l'U.S.C.). Tout intéressé pouvant par ailleurs solliciter du tribunal qu'il ordonne la constitution de comités supplémentaires si une telle constitution est nécessaire pour assurer la représentation de ces créanciers (comme le précise le § 1102 (a) (2) de l'U.S.C.). Cette segmentation peut se cumuler avec une possibilité de *cram down* permettant d'exclure certaines catégories de créances du vote. La méthode de la segmentation est extrêmement répandue dans différents droits étrangers, parce qu'elle offre une réponse à une question récurrente en droit des faillites : elle permet la prise en compte d'intérêts divergents. Cette problématique est souvent amplifiée en présence de financements structurés.

353. Le problème de la prise en compte des intérêts divergents des différentes classes de créanciers en matière de procédure collective. Dans un contexte de financements structurés, l'existence de différentes catégories de créanciers peut générer des dissensions au sein du pool, chacun des créanciers ayant des intérêts propres. En plus de ces dissensions classiques peuvent s'ajouter des difficultés additionnelles soulevées par la syndication (CDO, CLO, hedge funds...). Les intérêts des différentes catégories de financeurs peuvent être divergents. Il est d'ailleurs courant de fixer des mécanismes contractuels permettant au pool de prendre des décisions malgré les dissensions internes. Ce type de difficulté avait été rencontré à propos de l'arrêt du plan de sauvegarde de HOLD dans l'affaire Cœur Défense. Comme le constate un praticien, « les parties (...) n'ont jamais réussi à finaliser un plan consensuel. Le rejet du plan par le FCT tient en grande partie à l'obligation de ce dernier de consulter lui-même les douze classes de créanciers obligataires aux intérêts divergents. A défaut de consensus, le tribunal a donc imposé une solution proche de celle qui s'était dessinée lors des négociations »⁹⁷⁴.

354. L'avantage de la segmentation : un système permettant l'expression de chaque classe de créanciers. Le droit français en ne prévoyant pas la constitution de comités homogènes risque de générer des injustices notables. Pour reprendre l'exemple d'un praticien,

973 R. Dammann et G. Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultant de l'ord. du 12 mars 2014 », art. préc., p. 752 et s.

974 T. Gagnepain, « Cœur Défense : une affaire remarquable », Décideurs strat. Fin et droit, 2009, n°110 p. 56.

on pourrait envisager qu'une majorité de créanciers chirographaires au sein d'un comité puisse être tentée d'imposer à une minorité de créanciers titulaires de sûretés des abandons ou des conversions de créances affectant la valeur de leurs sûretés⁹⁷⁵. Comme l'affirme le professeur LUCAS, il est donc important de « ne pas faire voter le projet de plan par des catégories de créanciers ayant des intérêts aussi divergents et réunis artificiellement »⁹⁷⁶. Comme le relève un praticien « l'instauration de comités de créanciers fondés sur la nature de la créance, (...), permettrait d'éviter de tels écueils (la réunion au sein d'un même comité de créancier ayant des intérêts distinct). Des créanciers dont les intérêts sont homogènes pourraient ainsi être réunis au sein d'un même comité »⁹⁷⁷. Cet auteur propose d'utiliser comme critère de la structuration des différents comités le rang de la subordination « dans la documentation financière relative à la dette en cause » et « la qualité de privilégié ou de chirographaire des créanciers ». Ces critères pourraient être utilisés pour qualifier l'intérêt du créancier. En retenant ces critères, l'auteur souligne qu'il conviendrait à minima, face aux structures d'endettement les plus complexes, de segmenter entre les créanciers « seniors » (incluant notamment les créances résultant de prêts bancaires, de lignes de financement, ou d'une émission obligataire « classique »), les créanciers mezzaneurs, les créanciers juniors et les créanciers ayant en outre la qualité d'associés. Cette logique serait conforme aux recommandations de la Commission européenne relative à « une nouvelle approche en matière de défaillance et d'insolvabilité des entreprises ». L'article 17 de la recommandation de la Commission du 12 mars 2014⁹⁷⁸ affirme que « les créanciers ayant des intérêts divergents devraient être traités en catégories distinctes reflétant ces intérêts ». On retrouve d'ailleurs une partie de la segmentation proposée par un praticien dans les recommandations européennes puisque la commission propose d'établir à minima « une distinction (...) entre les créanciers garantis et non garantis ». Si, comme nous venons de le voir, la méthode de la « segmentation » présente l'avantage de permettre la prise en compte de créanciers aux intérêts multiples et disparates, elle s'accompagne d'une difficulté majeure : la difficulté à mener une restructuration qui puisse contenter l'ensemble des créanciers qui se sont exprimés.

355. La difficulté de faire aboutir une restructuration respectant la volonté exprimée par chacune des classes de créanciers. La mise en place d'une prise en compte

975 R. Dammann et G. Podeur, « Les enjeux de la réforme des comités de créanciers », JCPE, 2009, n°47, p. 36 et s.

976 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

977 G. Couturier, « Les créanciers et la sauvegarde financière de l'entreprise en difficulté », BJS., 2010, n° 7, p. 683 et s.

978 Recommandation de la Commission du 12 mars 2014, n° 2014/135/UE.

par « segmentation » ne constituerait pas une nouveauté absolue en droit français. Cette mise en place n'est pas sans rappeler la conception qui avait été retenue en matière de traitement des obligataires avant l'ordonnance du 18 décembre 2008. En effet, avant la réforme, le droit des procédures collectives entendait s'appuyer sur les règles classiques du droit des sociétés définies en matière obligataire (notamment l'article L. 228-46 du Code de commerce qui affirme que « 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 »). Ce respect du droit des sociétés aboutissait à réaliser une consultation obligataire par masse. Les multiples assemblés obligataires permettaient notamment de respecter l'exigence fixée par l'article L. 228-61 du Code de com. qui affirme que « s'il existe plusieurs masses d'obligataires, elles ne peuvent en aucun cas délibérer au sein d'une assemblée commune ». Pourtant cette acception a été rapidement remise en cause. La restructuration d'Eurotunnel avait « mis en évidence les difficultés d'application (des comités multiples) de recueillir l'approbation de plusieurs masses »⁹⁷⁹. En multipliant les comités, on rend plus complexe la prise de décision sur les grandes orientations de la restructuration. Les administrateurs avaient préféré d'ailleurs consulter l'ensemble des émissions obligataires dans le cadre de deux masses : une pour les émissions en Livre sterling et une pour les émissions en Euros. Ce procédé ayant le mérite de simplifier la consultation. D'abord en substituant aux multiples consultations (le projet Eurotunnel ayant été réalisé grâce à de nombreuses émissions obligataires) une consultation unique et, par ailleurs en soumettant ce collège unique aux règles de majorités du droit français (sans tenir compte des règles, souvent plus contraignantes, imposées par des contrats d'émission soumis à un droit étranger). Une position, qui bien que *contra legem*, avait été validée par le juge-commissaire puis par le Tribunal de commerce⁹⁸⁰. Ce précédent avait abouti à une modification de l'article L. 626-32 du Code de commerce par le législateur. Cet article prévoit désormais que « lorsqu'il existe des obligataires, une assemblée générale constituée de l'ensemble des créanciers titulaires d'obligations émises en France ou à l'étranger est convoquée dans des conditions définies par décret en Conseil d'Etat, afin de délibérer sur le projet de plan adopté par les comités de créanciers ». Le législateur consacre ainsi un « dispositif de consultation des obligataires global (...) »⁹⁸¹. On relèvera que la mise en place d'une segmentation des « comités »

979J-P Legros « L'ordonnance du 18 décembre 2008 réformant la loi de sauvegarde des entreprises. - Seconde partie : redressement, obligataires, liquidation et sanctions », *Droit des soc.*, 2009, n° 4, p. 13 et s.

980 T. com. Paris, 1ère ch. A, 15 janvier 2007, Eurotunnel, n° RG 2006079780, note F. Jault-Seseke et D. Robine, *BJS*, avril 2007, n°4, p. 459 et s.

981 P. Pétel, «Le nouveau droit des entreprises en difficulté: acte II», *JCP E*, 2009, n°3, p. 27 et s. et *JCPG*, février

risquerait cependant d'entraîner les mêmes conséquences néfastes qui avaient amené à réformer les comités obligataires : une multiplication de comités difficiles à coordonner. En effet même si certains groupes de créanciers étaient réduits au silence, car étant considérés comme non affectés par le plan, il reste probable que le nombre de comités de créanciers appelés à s'exprimer sur le plan reste plus important que les trois comités actuels (en incluant l'assemblée obligataire). Face à l'expression de ces intérêts multiples, il est envisageable d'opérer une sélection permettant de déterminer les intérêts clefs. Ce choix pourrait s'opérer via un *cram down*. Cependant en adoptant cette méthodologie, on ajoute une forme de « pondération » à la segmentation. Le poids ne sera plus alloué à un créancier spécifique mais à une catégorie. Nous reviendrons sur la possibilité de cumuler les méthodes de « segmentation » et de « pondération » lors de nos développements sur cette seconde approche. Comme nous venons de l'évoquer, la « segmentation » doit permettre de réunir dans des comités des créanciers présentant des intérêts homogènes. Afin d'atteindre cet objectif il faut que le découpage opéré soit pertinent.

356. La difficulté d'opérer une segmentation pertinente. A la problématique déjà connue de la multiplicité des intérêts s'en ajouterait une seconde sur les modalités de découpage des comités. En effet, si la règle d'une assemblée par émission obligataire avait le mérite d'être relativement simple, le découpage des comités en fonction du rang du créancier sera sans doute plus ardu. Ainsi à la lumière des exemples issus de droit étranger, certains auteurs considèrent que l'on « peut penser que ce risque (de voir se développer un contentieux important sur les critères de classification) ne doit pas être exagéré. Il y a tout lieu de penser qu'un créancier minoritaire qui s'estime mal traité dans le cadre du plan saisirait de toute façon le tribunal pour contester le caractère inéquitable de son traitement au moment de l'arrêté du plan. Le contentieux va nécessairement se concentrer sur la valorisation de l'entreprise qui sert de base au plan de restructuration de dettes »⁹⁸². Il est possible d'illustrer ce risque en s'appuyant sur le cas de la subordination. Comme nous l'avons constaté, la subordination peut prendre de nombreuses formes parfois relativement complexes. On pourrait par exemple s'interroger sur le traitement des configurations de subordinations particulières. Dans cette configuration, un créancier se considère subordonné à certains de ses concurrents, sans pour autant renoncer à son rang face aux autres. Le créancier soumis à une subordination

2009, n°6, p. 17 et s.

982 R. Dammann et S. Schneider, « La sauvegarde financière accélérée - analyse et perspectives d'avenir », D, 2011, n° 21, p. 1429 et s.

particulière est certes junior face à certains créanciers, mais il est un créancier classique face aux autres. Doit-il intégrer le comité des créanciers subordonnés ou celui des créanciers chirographaires ? Cette question pourrait être arbitrée en fonction de « l'ampleur » de la subordination particulière. Si la subordination particulière place le créancier en position de junior face à la majorité des créances, celui-ci serait rattaché au comité « subordonné ». Cette configuration pourrait être celle d'un « mezzaneur » dans le cadre de la restructuration d'une société où le passif serait principalement composé de l'importante dette senior du LBO. A l'inverse si la subordination particulière ne décline le créancier junior que face à une minorité de créanciers, il pourrait être rattaché au comité « chirographaires ». Cette configuration pourrait être celle d'un créancier historique ayant accepté un déclassement très « ponctuel » face à un nouveau prêteur afin de permettre la mise en place de nouveaux financements d'un montant limité durant les négociations pré-restructuration. La « boussole » de l'administrateur serait la position du créancier soumis à la subordination particulière dans la cascade de créancier. La majorité ne serait pas évaluée en nombre de créanciers mais en fonction du nominal de créances primant le junior. Si des réponses sont envisageables, la segmentation restera cependant complexe à mettre en œuvre et constituera probablement un terrain fertile pour un nombre important de contentieux.

L'ensemble des contraintes accompagnant la « prise en compte » de la subordination par segmentation incite à s'interroger sur les autres modalités qui pourraient permettre d'ajuster le pouvoir politique des créanciers juniors. Certains auteurs proposent une solution alternative : la « pondération » du droit de vote des créanciers juniors.

B. La « pondération »

357. **La prise en compte de la subordination par pondération.** Cette méthode consisterait à associer à chaque créance un poids variable et proportionné à sa valeur véritable. L'idée « pourrait (...) consister à moduler les droits de vote en fonction des chances de recouvrement des créances »⁹⁸³. L'entreprise est alors considérée comme un « simple » actif. Une fois la valeur de cet actif déterminé, il suffira de déterminer l'ampleur du passif et l'ordre des paiements. L'évaluation des chances de recouvrement serait donc réalisée par un expert indépendant chargé de définir une valeur de marché de la créance en tenant compte de deux critères :

983 R. Dammann et G. Podeur, « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », Dr. et patr., 2013, n°223, p.79.

- la position de cette créance dans l'ordre des paiements (cet élément pouvant être influencé par l'éventuel « waterfall » défini par un financement structuré) ;
- la valeur résiduelle de l'entreprise (la société étant considérée comme le gage des créanciers, et le « maitre étalon » des chances de recouvrement du créancier).

358. **La détermination de la valeur de l'entreprise.** La « juste valeur » de l'entreprise serait déterminée par un expert selon une ou plusieurs méthodes classiques d'évaluation d'entreprises (le montant pourrait être « calculé en fonction d'une estimation du montant des flux futurs de trésorerie d'exploitation de la société ou en fonction de la valeur de marché de l'entreprise⁹⁸⁴), et seuls les créanciers inclus dans la valeur seraient admis à voter. Cette solution est loin de susciter l'unanimité parmi les praticiens. Comme le constatent certains praticiens « il n'est pas certain que la voie de la modulation des droits de vote en fonction des caractéristiques des créances (et non de leur montant) soit la solution la mieux adaptée »⁹⁸⁵. Force est de constater que cette solution présente plusieurs inconvénients. Il convient, en premier lieu, de relever que la méthode de la « valorisation » des créances est relativement complexe et peut être sujette à débat. Comme le souligne le professeur LUCAS, si le procédé est « satisfaisant intellectuellement, il s'expose toutefois au reproche de son excessive sophistication et d'une complexité source d'inévitables contentieux. »⁹⁸⁶. Par ailleurs, « il faut bien admettre, (...), qu'elles (les chances de recouvrement des créances) seront délicates à évaluer précisément en pratique »⁹⁸⁷.

359. **Les risques de la mise en place d'un pilotage par la valeur : la réduction de la prévisibilité du vote.** La détermination de la valeur par un expert ne serait pas une nouveauté en droit français. Ainsi le droit des sociétés s'appuie parfois sur une valeur déterminée par un expert pour déterminer la répartition du pouvoir politique au sein d'une société. Il en est ainsi lorsqu'un commissaire aux apports est désigné dans le cas d'un apport en industrie (voir à titre d'exemple pour les SAS l'art. L. 227-1 alinéa 4) ou d'un apport en nature (voir en matière de SA, l'art. L. 223-9 du Code de com.). Cette configuration existe parfois même face à un apport en nature d'actions ou dans le cas de rachat des parts permettant d'éviter la nullité

984 S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ? », JCP E, 2009, n° 28, p. 21 et s.

985 R. Dammann et G. Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultant de l'ord. du 12 mars 2014 », D., 2014, n° 12, p. 752 et s.

986 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n° 3, p. 73 et s.

987 R. Dammann et G. Podeur, « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », Dr. et patr., 2013, n° 223, p. 79.

d'une société⁹⁸⁸. Les rapports d'experts utilisés pour déterminer la valeur sont cependant parfois discutés. Dans le cas d'une erreur grossière de l'expert, ce rapport est parfois écarté. Le juge n'a alors pas d'autres choix que les parties désignent un nouvel expert (le juge n'ayant ni la possibilité de fixer la valeur, ni même la possibilité de désigner lui-même un nouvel expert)⁹⁸⁹. Si ce processus relativement lent est envisageable dans le cadre d'une société in bonis, il semble incompatible avec la célérité requise dans le cadre d'une restructuration. Par ailleurs, il existe certaines difficultés propres à l'évaluation d'une entreprise en difficulté. En effet, il existe deux grands types de méthodes de valorisation : celle basée sur les flux et les méthodes dites comparatives. Chacune de ces méthodes est fragilisée dans un contexte de procédure collective. La première méthode consiste à déterminer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs qui seront générés par l'entreprise ou l'actif. La valeur de la société étant égale à la somme de la valeur de ces flux (on parle de méthode s'appuyant sur les flux de trésorerie actualisés ou de méthode « DCF »). La seconde méthode consiste à appliquer des multiples de valorisation issus de sociétés comparables cotées en bourse (on parle alors de comparables boursiers) ou de transactions portant sur des actifs ou des entreprises comparables (on parle alors de transactions comparables).

360. Les risques de la détermination de la valeur d'une entreprise en difficulté par les méthodes reposant sur les flux. L'idée est de faire appel à un expert pour déterminer « la juste valeur d'entreprise ». Cette dernière est calculée « en fonction d'une estimation du montant des flux futurs de trésorerie d'exploitation de la société »⁹⁹⁰. Cette première méthode est difficile à appliquer dans un contexte d'entreprise en difficulté. En effet, les flux de trésoreries sont déterminés à partir du plan d'affaire. Contrairement à une société « in bonis » où le plan d'affaire s'inscrit dans une forme de continuité avec la performance historique, le plan d'affaire de la société en difficulté est marqué par un retournement. Les flux sont donc largement influencés par les hypothèses de construction retenues pour le plan d'affaire (croissance du marché, rapidité de la mise en place du plan de retournement, ampleur de la réduction des coûts...). Or une part importante de ces hypothèses structurantes est difficile à prévoir. Comme l'affirmait le juge LYNN dans l'affaire américaine Mirant⁹⁹¹, l'évaluation d'une entreprise en difficulté est parfois aussi fiable que de « tenter lire son avenir dans une

988 c. civ., art 1844-12.

989 Cass. civ 25 nov. 2003, n° 00-22089., note D. Poracchia, Dr. et patr., mars 2004, n° 124 , p.106 et s.

990 S. Vermeille, «Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ?», JCP E, 2009, n° 28, p. 21 et s.

991 Affaire Mirant Corp., et al., Debtors, United States Bankruptcy Court, N.D. Texas, 2005, Case No. 03-46590-DML-11, 2005.

boule de cristal ». Comme le relève un auteur « l'exercice (d'appréciation de la valeur par l'expert) est particulièrement délicat compte tenu du peu de temps dont dispose l'expert pour rendre son rapport, alors même qu'il n'a aucun historique commun avec la société (...) (et en raison) de la difficulté d'apprécier le plan d'affaires préparé par le management d'une société en difficulté »⁹⁹². S'il est envisageable de proposer des sensibilités permettant de limiter le risque d'excès d'optimisme du management, il sera vraisemblablement difficile d'obtenir dans des délais raisonnables un plan d'affaire qui suscite un consensus entre les actionnaires et l'ensemble des créanciers. La valeur sera souvent imposée par le biais d'une expertise et risque de concentrer le contentieux durant la phase d'arrêt du plan. Si la méthode des « flux de trésoreries » semble par certains aspects inadaptée à la valorisation d'entreprises en difficultés, il pourrait être envisageable de s'appuyer sur d'autres techniques d'évaluation, notamment les méthodes dites « comparatives ».

361. Les risques de la détermination de la valeur d'une entreprise en difficulté par les méthodes comparatives. Les valorisations par les méthodes dites comparatives (notamment celles s'appuyant sur des « transactions comparables ») sont, elles aussi, difficiles à réaliser dans un contexte de procédure collective. Le problème principal est « qu'il n'existe pas comme aux États-Unis, un marché des sociétés en difficulté suffisamment développé pour servir de valeur de référence acceptable pour les créanciers »⁹⁹³. Dans le meilleur des cas, les transactions comparables seront en nombre limité. Dans les plus mauvaises configurations, l'expert devra s'appuyer sur des transactions qui ne sont pas complètement similaires à la transaction envisagée (opérations réalisées dans des secteurs proches, dans d'autres pays ou sur des entreprises in bonis). Dans ce cas, l'analyse comportera un biais. La valeur déterminée devra être ajustée au moyen d'un système de « décote » ramenant à nouveau un élément subjectif dans l'analyse. Enfin, l'emploi des méthodes reposant « sur les flux » comme celles reposant sur les « comparaison » risque d'être la source d'un contentieux technique dont l'enjeu serait majeure.

362. L'enjeu du débat sur la méthode de pondération du droit de vote. Comme le souligne certains praticiens dans le système anglo-saxon où le droit de vote est parfois pondéré en fonction de la valeur de l'entreprise, « le contentieux porte (...) sur la pertinence

992 S. Vermeille, «Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ?», JCP E, 2009, n° 28, p. 21 et s.

993 S. Vermeille, «Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ?», art. préc., p. 21 et s.

de la valorisation de l'entreprise »⁹⁹⁴. Pour illustrer cette problématique, il est possible de s'appuyer sur le cas *IMO Carwash*⁹⁹⁵. Dans ce cas précédent, les créanciers juniors avaient demandé une contre-expertise suite à l'évaluation faite par l'expert mandaté par les créanciers seniors de la société. L'expert des créanciers seniors avait employé une méthode de valorisation par les flux et une valorisation s'appuyant sur des transactions comparables. Cette expertise avait abouti à une valeur proche de 265 millions de pounds. Les créanciers juniors avaient alors mandaté une seconde expertise fondée principalement sur une méthode de simulation de Monte-Carlo. L'expert mandaté par les créanciers juniors avait abouti à une fourchette de valeur oscillant entre 300 et 385 millions de pounds. On relèvera que la plus souvent les experts se positionneront sur une fourchette de valeur plutôt que sur une valeur isolée. On relèvera d'ailleurs que l'utilisation de cette fourchette de valeur qui est parfois très large pourrait être complexe dans le cadre d'une pondération du droit de vote. Dans l'affaire *Heilig-Meyers*⁹⁹⁶, l'expert mandaté par le débiteur avait conclu que la liquidation de la société entraînerait le non-paiement de plus de 330 millions de dollars du passif. A l'inverse, l'expert mandaté par les créanciers a conclu que la vente de la société permettrait de solder l'ensemble du passif et de dégager un reliquat d'environ 218 millions de dollars. L'écart de plus 500 millions de dollars entre les deux évaluations proposés étaient selon les termes de la cour de faillite, « absurdemment disparates ». Le contentieux potentiel autour des méthodes de « pondération » des droits de vote risque par ailleurs d'être un frein pour les restructurations, en raison des enjeux juridiques importants d'une éventuelle remise en cause du vote des comités. En effet l'article L661-3 du Code de commerce, ouvre la possibilité d'une « tierce opposition réformation ». Comme le souligne le professeur LE CORRE cette tierce opposition réformation « pourra (...) être utilisée par un créancier qui entendrait contester les modalités de composition des comités de créanciers ou la façon dont les majorités ayant conduit au vote ont été calculées »⁹⁹⁷. L'enjeu de ce contentieux serait important puisque, comme le précise la jurisprudence *Technicolor*⁹⁹⁸, sous réserve de démontrer « l'influence de l'irrégularité du vote sur les résultats », c'est la nullité de la délibération qui est encourue. Le contentieux devra

994 R. Dammann et S. Schneider, « La sauvegarde financière accélérée - analyse et perspectives d'avenir », D., 2011, n° 21, p. 1429 et s.

995 Affaire *IMO Car Wash Bluebrook Ltd and others*, High Court, 2009, EWHC 2114.

996 Affaire *Heilig-Meyers Co*, United States Bankruptcy Court, E.D. Virginia, 2004, 319 B.R. 447 (Bankr. E.D. Va. 2004).

997 P-M Le Corre, « Les irrégularités affectant la composition et le vote des comités de créanciers dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire », D., 2007, n° 12, 822 et s.

998 CA de Versailles 18 Novembre 2010, n° 10-01433 ; B. Grelon, *Rev. Sociétés*, avril 2011, n° 4, p. 239 et s. ; P. Roussel Galle, *BJE*, mars 2011, n°1, p. 14 ; N. Borga, *BJS*, janvier 2011, n°1, p. 31 ; A. Lienhard, *D.*, décembre 2010, n°42, p. 2767, F-X Lucas, *BJS*, février 2011, n°11, p. 85.

donc être rapidement tranché, sous peine de fragiliser encore plus la société en restructuration. En effet, en plus de l'aléa économique traditionnel de la restructuration, la société serait exposée à un risque judiciaire. Le plan dont elle bénéficie pouvant être remis en cause. On relèvera que certains auteurs sont favorables à ce que le recours individuel des créanciers seniors soit traité par l'octroi de dommages et intérêts, plutôt que par une remise en question du plan arrêté et voté par les comités. En offrant une possibilité d'allocation de dommage et intérêts, le législateur permettrait au tribunal de disposer d'une alternative à la remise en cause pure et simple du plan arrêté qui est souvent extrêmement néfaste au redressement de l'entreprise. Une alternative qui pourrait être particulièrement séduisante en cas de violation de la priorité de paiement découlant de la subordination. Certains auteurs⁹⁹⁹ considèrent qu'il serait envisageable de s'appuyer sur le caractère ouvert de l'article L. 626-34-1, alinéa 1er et sur l'absence de précision spécifique contraire, pour considérer que la juridiction dispose du pouvoir de réparer une éventuelle atteinte aux droits des créanciers seniors par le biais des dommages et intérêts. Il convient cependant de noter que si cette sanction alternative semble souhaitable, elle n'est à ce jour prévue par aucun texte spécifique. Dans le cas de Thomson-Technicolor, en remettant en cause l'importante réduction du passif validé par les comités de créanciers, les juges auraient sans doute replongé la société dans d'importantes difficultés financières. Le législateur semble d'ailleurs avoir pris la mesure de ce risque de contentieux à mesure qu'il s'écarte de plus en plus de la règle du nominalisme monétaire. Dans le cadre de l'article 43 de l'ordonnance n°2014-326 du 12 mars 2014, l'article L.626-30-2 du Code de commerce a complété ainsi « l'administrateur soumet à ce créancier les modalités de calcul des voix correspondant aux créances lui permettant d'exprimer un vote. En cas de désaccord, le créancier ou l'administrateur peut saisir le président du tribunal statuant en référé ». Même si une réponse rapide est désormais envisageable en cas de contentieux sur « les modalités du vote », il semble important de retenir une méthode de valorisation « consensuelle » qui génère le minimum de contentieux. La méthode de valorisation qui doit être retenue comme clef de répartition des votes adaptés sera celle qui prête le moins à discussion. Si l'on retient ce critère, une méthode de valorisation semble particulièrement adaptée : la « méthode patrimoniale ».

363. L'opportunité de la détermination de la valeur d'une entreprise en difficulté par la méthode « patrimoniale » (ou méthode « liquidative »). On peut envisager d'évaluer

999 M. Douaoui-chamseddine «Le tribunal qui arrête un plan de sauvegarde écartant la subordination peut-il condamner les juniors à verser des dommages-intérêts aux seniors?». RPC, 2012, n°5, p.17 et s.

l'entreprise à sa valeur « patrimoniale ». On parle aussi de valeur liquidative. La valeur liquidative de l'entreprise « s'identifie au prix de cession de ses différents actifs diminué de ses dettes et des coûts de liquidation »¹⁰⁰⁰. On relèvera que cette méthode est celle évoquée par le Tribunal de commerce de Nanterre dans le jugement du 17 février 2010 rendu dans l'affaire Thomson. Pour valider la non prise en compte du nominal des TSS, les juges du fond s'appuient sur le fait que dans « l'hypothèse d'une solution liquidative le produit de la réalisation des actifs ne permettrait pas d'apurer l'intégralité du passif et a fortiori de verser un quelconque dividende aux porteurs de TSS »¹⁰⁰¹. Cette méthode d'évaluation, contrairement aux deux dernières méthodes précitées, présente l'avantage d'être plus simple à mettre en œuvre sur une entreprise en difficulté. En effet, l'idée est d'évaluer les biens indépendamment les uns des autres. Cette méthode ne s'appuie ni sur des hypothèses de retournement (comme la méthode de valorisation par les « flux »), ni sur d'éventuelles décotes (comme la méthode de valorisation par les méthodes « comparatives ») qui pourraient être discutées. Elle s'appuie simplement sur la valeur à un instant précis des actifs de l'entreprise. Il est cependant régulièrement reproché à cette méthode de ne pas refléter le potentiel économique de l'entreprise. Comme le souligne un auteur américain¹⁰⁰², la valeur liquidative est souvent utilisée comme une valeur « plancher ». En ne prenant pas en compte ce potentiel, cette méthode tend à minorer la valeur de l'entreprise. Dans le contexte d'une entreprise en difficulté, ce potentiel semble difficile à appréhender et sera souvent plus le fruit de la restructuration à venir que d'un potentiel intrinsèque de la société. Aussi ne semble-il pas choquant de ne pas laisser une place trop importante à cet élément dans la valorisation. On relèvera qu'en retenant une valeur basse de l'entreprise, on limite l'influence et le potentiel pouvoir de nuisance des créanciers subordonnés. Enfin, on peut parfaitement imaginer que la valeur déterminée par cette méthode soit ajustée au moyen d'une « prime » de valeur pour prendre en compte le potentiel de la réunion des actifs. Cette « prime » porterait sur une portion limitée de la valeur de l'entreprise et, contrairement aux décotes appliquées en matière de « méthode comparatives ».

Le second avantage, non négligeable, de cette méthode est que le droit des procédures collectives dispose d'ores et déjà d'un « spécialiste » de la valeur liquidative : le liquidateur

1000 J-L Mullenbach et P-J Gaudel, « Evaluer une entreprise en difficulté », *Revue échanges*, 2004, n° 211, p. 10.

1001 T. Com. de Nanterre 17 février 2010 N° RG : 2010L346 ; note B. Grelon, *Rev. Sociétés*, juin 2010, n°4, p. 244.

1002 G W. Newton, *Bankruptcy and Insolvency Accounting, Practice and Procedure*, 2009, 7ème éd, Wiley, p. 575.

judiciaire. Comme nous l'avons évoqué, la méthode patrimoniale se décompose en deux parties :

- évaluer un prix de cession des différents actifs ;
- la détermination du passif.

La valeur liquidative est définie selon les standards internationaux d'évaluation comme le montant qui serait réalisé « lorsqu'un actif ou un groupe d'actifs seraient vendus séparément, c'est-à-dire sans tenir compte des avantages associés à poursuite d'activité de l'entreprise »¹⁰⁰³. Chacun des éléments présents au bilan de la société est évalué¹⁰⁰⁴, puis une décote est appliquée pour tenir compte de l'éventuelle difficulté pour céder les actifs. Cette décote sera minime sur les actifs les plus liquides du bilan (ex : valeur mobilière de placement) et plus importante lorsque le recouvrement sera incertain (ex : une créance client douteuse) ou plus difficile (ex : un brevet portant sur un domaine très spécifique). Durant la première phase, la procédure pourrait s'appuyer sur l'expertise du mandataire judiciaire. Cette expertise pourrait être réalisée en s'appuyant, si besoin, sur l'expertise d'un commissaire-priseur (pour les actifs corporels classiques) et sur celle d'experts en valorisation pour les biens les plus complexes (marques, brevets,...). En effet, le mandataire liquidateur est traditionnellement l'acteur de la procédure collective en charge de la cession des actifs (notamment pour les cessions isolées d'actifs), une expérience qui le rend apte à proposer une évaluation de ces mêmes actifs. Il est sur ce point intéressant de voir l'analyse proposée en droit américain pour déterminer que la valeur liquidative est parfois plus complexe qu'une simple valorisation isolée de chacun des biens. Dans la section 1129 (7) (ii) du *Bankruptcy code* américain, une classe de créanciers est réputée affectée lorsque celle-ci récupérerait moins dans le cadre du plan que ce qu'elle percevrait en cas de liquidation organisée dans le cadre du Chapter 7¹⁰⁰⁵. En droit américain, la valeur liquidative est estimée par comparaison avec celle obtenue lors d'une liquidation judiciaire. L'étape préalable consiste pour l'expert à déterminer si, à la date de la transaction contestée, une cession globale avec poursuite d'activité était envisageable ou si seul une cession des actifs était envisageable. La question est parfaitement transposable en droit français : la réalisation de l'actif serait-elle faite via :

- les articles L.642-1 du Code de commerce et suivant sur la cession de l'entreprise ;

1003 *International Valuation Standards Council*, avril 2016, n° 80.1.

1004 G W. Newton, *Bankruptcy and Insolvency Accounting, Practice and Procedure*, 7ème éd, Wiley, 2009, p. 905.

1005 Le *Chapter 7* constitue l'équivalent américain des articles L 640-1 et suivant du code de commerce.

- les articles L.642-18 du Code de commerce et suivant sur la cession isolée des actifs.

En effet, la liquidation peut aboutir à deux scénarii distincts :

- une cession d'actif isolée, on sera dans la configuration d'une valeur de liquidation au sens classique du terme (équivalent à la « liquidative value » Américaine). Cette valorisation serait faite par le mandataire judiciaire seul.
- une cession globale de la société. Cette seconde option entrainerait une prise en compte dans la valorisation d'une survaleur liée à la continuité d'activité (équivalent à la *going concern value* américaine). Dans ce type de configuration, le prix de marché est défini en droit américain comme celui qui pourrait être obtenu dans le cadre d'une vente réalisée dans un délai raisonnable¹⁰⁰⁶. En droit français, ce type de valorisation pourrait être fait par le mandataire judiciaire de concert avec un administrateur judiciaire.

Ce dernier ayant la charge d'estimer la « prime » de valeur à accorder pour la vente d'un ensemble cohérent de biens permettant de continuer tout ou partie de l'exploitation. En effet, les administrateurs disposent, dans le cadre de leurs missions traditionnelles (notamment dans le cadre des plans de cessions) d'un panel important de transaction réalisées sur le marché des sociétés en difficultés. Cette méthode n'échappe pas à l'ensemble des critiques qui ont été faites sur l'évaluation au moyen de transaction comparable. En effet, il reste difficile de déterminer un prix de marché pour une entreprise en difficulté en raison du nombre limité de transaction réalisée sur des entreprises en difficulté. Cette méthode présente néanmoins certains avantages qui permettent de limiter ses effets indésirables. En premier lieu, elle s'appuie sur les administrateurs et mandataires judiciaires qui ont l'avantage d'être les acteurs ayant la meilleure connaissance des cessions d'entreprise en difficulté. Cette connaissance du marché français des entreprises en difficultés permettrait sans doute de réduire les difficultés pour trouver des informations fiables sur des transactions comparables. Les professions d'administrateurs et mandataires de justice auraient sans doute la possibilité de compiler de façon anonyme les transactions réalisées, les prix de cession et les conditions de reprises (nombres de salariés repris, charges spécifiques reprise ...) pour tenter de définir des « standards » de marché. Bien que chaque cession d'entreprise en difficulté soit unique, l'évaluation de l'entreprise ne pourra être que meilleure si elle est réalisée par des spécialistes ayant une connaissance approfondie des précédentes cessions réalisées sur ce marché des

1006 Affaire Lawson v. Ford Motor Co. (In re Roblin Indus., Inc.), United States District Court for the Western District of New York, 1991, 127 B.R. 722 (Bankr.W.D.N.Y.1991).

sociétés en difficulté. En second lieu, cette méthode présente l'avantage d'offrir une alternative. En effet, lorsque l'évaluation de l'entreprise sur la base d'une continuité d'exploitation est trop hasardeuse il reste possible d'estimer la valeur des actifs qui la composent. Cette méthode d'évaluation simple et consensuelle a pour principal inconvénient de ne pas capturer le potentiel futur de l'entreprise. Mais dans le cas d'une entreprise en difficulté, cette valeur est souvent plus le fruit de la restructuration qu'un élément intrinsèque de la valeur de l'entreprise. Enfin, l'évaluation réalisée par un administrateur ou un mandataire qui s'appuiera au besoin sur un expert sera plus neutre que celle réalisée par un expert mandaté par l'une des parties. Par ailleurs, une expertise réalisée sous l'égide de l'administrateur ou du mandataire éviterait les nominations d'experts multiples (l'expert du débiteur, celui des créanciers seniors et celui des créanciers junior) ou les débats visant à aboutir à la désignation d'un expert faisant consensus entre les parties. Enfin en cas d'erreur dans l'expertise initiale, le juge n'a pas d'autres choix que de se tourner à nouveau vers la personne ayant nommé le premier expert¹⁰⁰⁷ pour que ce dernier désigne un nouvel expert. On peut espérer qu'en confiant cette responsabilité à l'administrateur ou au mandataire, ce processus soit plus rapide. Cette méthode semble la plus apte à limiter le contentieux.

Dans un second temps, les mandataires judiciaires pourraient s'atteler à l'une des tâches qui leur est traditionnellement dévolue : la détermination du passif¹⁰⁰⁸. Les acteurs traditionnels de la procédure collective semblent donc largement armés pour proposer une valeur patrimoniale de la société en difficulté. Cette méthode de valorisation pourrait être utilisée de différentes manières. Elle pourrait être utilisée comme un outil de pondération du vote, mais aussi en complément d'une approche de prise en compte par « segmentation ». Le droit américain des faillites utilise notamment cette logique pour définir les catégories de créanciers dont les « intérêts » sont pris en compte dans la restructuration.

364. L'inspiration du *cram down* du droit américain. Il est parfaitement envisageable d'utiliser la valorisation patrimoniale comme un correctif de la méthode de prise en compte par « segmentation ». Cette solution se rapprocherait de celle retenue par le droit américain face à cette difficulté. Comme nous l'avons déjà évoqué, le droit américain des faillites prévoit que le plan ne pourra être homologué que s'il est accepté par l'ensemble des classes

1007 Comme nous l'avons évoqué le juge n'a ni la possibilité de fixer la valeur, ni même la possibilité de désigner lui-même un nouvel expert. Voir en ce sens Cass. civ 25 nov. 2003, n° 00-22089., note D. Poracchia, Dr. et patr., mars 2004, n° 124, p.106 et s.

1008 « La liste des créances (...) ainsi que les propositions du mandataire judiciaire et les observations du débiteur, avec indication de leur date, est déposée au greffe (...) », C. com. art. R. 624-2.

de créanciers « affectés » (*impaired*). Selon la Section 1126 (c) du Chapter 11, une classe de créanciers est réputée acceptée lorsque le projet est « adopté par plus de la moitié des créanciers, représentant les deux tiers de la valeur des créances ». Le créancier est considéré comme affecté en droit américain lorsque la valeur de l'entreprise permet de payer une partie de la créance (ce qui exclut les créanciers trop juniors). La section 1129(b) du Chapter 11 prévoit une possibilité « d'imposer un plan n'ayant pas fait l'unanimité des classes de créances »¹⁰⁰⁹. Le tribunal devra « vérifier que le plan de distribution a été approuvé par au moins une catégorie de créanciers « affectés », qu'il est juste et équitable au regard de *l'absolute priority rule* (...) et qu'enfin, le plan ne crée pas de discriminations injustifiées entre les catégories de créanciers »¹⁰¹⁰. Le principe de *l'Absolute Priority Rule*¹⁰¹¹ est respecté lorsque les créances dites junior sont payées seulement après que les créances dites senior aient été remboursées. On parle alors du pouvoir de *cram down* dont dispose le juge. Comme le souligne cet auteur « les créanciers plus junior, (...), ne seraient (...) pas servis et (sont) donc exclus du droit de décider du sort de la société ». Une solution inspirée de cette logique pourrait être envisagée face au créancier subordonné en droit français.

365. La valorisation patrimoniale : un outil potentiel de *cram down* à la française. Comme nous l'avons évoqué, la principale difficulté engendrée par la « segmentation » est de parvenir à définir un plan de restructuration respectant la volonté exprimée par chacune des classes de créanciers¹⁰¹². Une solution pour faciliter la définition d'un plan serait de ne prendre en compte que certains comités de créanciers. On pourrait envisager de ne prendre en considération que les catégories de créanciers pouvant, au moment de la restructuration, espérer recouvrer une partie de leurs créances. Cette méthode mixte aurait l'avantage de permettre à la fois aux créanciers de s'exprimer dans le cadre de comités homogènes et de maintenir l'efficacité de la consultation en ne constituant des comités que pour les créanciers économiquement « intéressés » à la restructuration.

Section 2. Vers l'émergence d'une règle générale de prise en compte des financements structurés

1009 S. Stankiewicz Murphy, « l'influence du droit américain de la faillite en droit français des entreprises en difficulté », Thèse de l'Univ. de Strasbourg, 2011, p.182.

1010 S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ? », JCPE, 2009, n° 28, p. 21 et s.

1011 S. Stankiewicz Murphy, « l'influence du droit américain de la faillite en droit français des entreprises en difficulté », op. cit., spéc., p.182.

1012 Voir en ce sens « A. la « segmentation » », p. 270.

366. **La nécessité de prise en compte globale des spécificités des financements structurés.** Il semble qu'au fil des réformes le législateur affirme sa volonté d'encadrer le vote des différentes catégories de créanciers issus des financements subordonnés. Si le législateur semble prendre de façon croissante la subordination des créances en compte dans l'allocation des droits de vote, il ne semble en revanche pas suffisamment prendre en compte le cloisonnement du patrimoine (1). Initialement, le législateur s'appuyant sur une méthode traditionnelle a cherché à priver de droit de vote certains créanciers ayant cloisonné leurs patrimoine via certains *instrumentum* spécifiques (ex : la fiducie). Cette méthode n'est pas satisfaisante. En effet, elle crée des distorsions de traitements entre des créanciers dans de situation proche. Le créancier bénéficiaire de mécanisme comme celui de la titrisation sont dans des situations proches de celle des bénéficiaires de fiducie. Pourtant, l'un est privé de son droit de vote, l'autre ne l'est pas. Les récentes innovations législatives permettent néanmoins d'envisager une prise en compte de plus en plus importante des financements structurés au sein des comités (2). La règle du nominalisme monétaire, initialement introduite en 2005 pour les votes dans les comités de créanciers, est progressivement aménagée pour certains créanciers spécifiques.

1§. L'influence discutable des créanciers ayant cloisonné leurs patrimoines dans les comités

367. Comme nous l'avons évoqué, le vote au sein des comités de créancier est perturbé par les financements subordonnés. Le cas des financements subordonnés n'est pas isolé, les financements structurés paralysant la saisie collective influencent eux aussi la répartition des droits de votes. Pourtant les spécificités des créanciers ayant altéré l'actif (A) et le passif (B) sont souvent insuffisamment prises en compte.

A. La discutable participation du créancier couvert par un actif cloisonné

368. **La volonté législative d'intégrer les créanciers issus des financements structurés au sein des comités des établissements de crédit.** Le législateur a affirmé sa volonté d'élargir le spectre de la composition du comité de créancier. Initialement réservé aux seuls établissements de crédit, le comité a été élargi dans le cadre de l'ordonnance du 18 décembre 2008 en intégrant des créanciers assimilés à des établissements de crédit. La référence à la notion d'« entité auprès de laquelle le débiteur a conclu une opération de crédit » élargit considérablement le périmètre du comité des établissements de crédit. Cette attraction devrait notamment permettre d'intégrer les entités *ad hoc* issues de financements structurés dans la

composition du comité des établissements de crédit. Comme le soulignent certains praticiens, « les fonds d'investissement ou structures *ad hoc* non bancaires qui ont consenti des avances à un débiteur, par exemple dans le cadre d'un financement sous forme de LBO, devraient siéger dans le comité des établissements de crédit »¹⁰¹³. Au regard du poids considérable que peuvent avoir ces créanciers dans l'endettement du débiteur, on ne peut que saluer le choix de législateur d'inclure ces créanciers dans le champ des négociations réalisées dans le cadre des comités de crédit. Cette extension du périmètre d'attraction des comités de crédit amène cependant à s'interroger sur la place des créanciers issus des financements structurés au sein de ces comités notamment ceux ayant capté une partie de l'actif à leur seul profits comme les SPV ou les entités de titrisation. En effet les créanciers inclus dans le comité des établissements de crédit défini par l'article L. 626-30 sont notamment « ceux mentionnés à l'article L. 511-1 du Code monétaire et financier »¹⁰¹⁴. Cet article définit l'établissement de crédit comme « l'établissement qui réalise des opérations de crédit définies par l'article L. 311-1 du Code monétaire et financier ». Or un véhicule de titrisation qui accorde des financements en échange de créances a bien une activité de mobilisation de créances professionnelles assimilable à une activité de crédit¹⁰¹⁵. Comme le constate un praticien « le créancier (...) doit donc se plier (...) à la discipline collective de la procédure, y compris la loi de la majorité au sein des comités. (...). Cette constatation vaut quelle que soit la complexité de l'opération : les financements internationaux donnent lieu à des montages sophistiqués : participation directe, sous-participation, (...) titrisation »¹⁰¹⁶. Une entité de titrisation constitue donc une entité éligible au comité de créanciers.

369. Le débat sur le droit de vote des créanciers couvert par un actif cloisonné. Comme nous l'avons souligné dans la première partie de cette étude¹⁰¹⁷, la principale spécificité des créanciers couverts par un actif est leur capacité à s'extraire du concours. Le créancier couvert par un actif constitue une forme de « passager clandestin ». Il traverse la procédure collective sans que cette dernière ne puisse réellement l'affecter. Le créancier couvert par un actif qu'il a capté en amont de la procédure n'est pas réellement menacé par cette dernière. Dans le cas de Cœur Défense, le FCT Windermere XII bénéficiait de cession de créances futures de loyers futurs. Dans le cadre du financement d'un actif immobilier

1013 R. Dammann et G. PODEUR, « Les enjeux de la réforme des comités de créanciers », JCPE, 2009, n°47, p. 36 et s.

1014 C. com. art. R. 626-55.

1015 C. mon. fin. art. L. 313-23.

1016 G. Brémond et E. Scholastique, « Réflexions sur la composition des comités de créanciers dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaires », JCP E, 2006, p. 466.

1017 Voir en ce sens « B. La multiplication des véhicules financiers et la fragilisation du concours », p. 78.

localisé au cœur du quartier d'affaire de la Défense, ce créancier captait la quasi-totalité des revenus du SPV. Dans le cadre d'un comité de créanciers, le FCT aurait été amené à voter malgré sa position entièrement couverte par les revenus. Dans le cas particulier de Cœur Défense, le FCT était l'unique créancier, mais il est parfaitement envisageable de voir cohabiter créanciers « classiques » et créanciers bénéficiant de « titrisation ». La légitimité d'un créancier « non affecté » par le plan dans le cadre d'un vote sur la restructuration est limitée. On peut se demander s'il ne serait pas pertinent d'exclure certains créanciers, notamment ceux totalement immunisés face aux risques de défaut du débiteur. Cette idée ne constituerait pas une originalité juridique française, elle pourrait notamment s'inspirer des logiques du droit américain.

370. La logique du droit américain : la faculté d'exclusion du créancier senior. Il est possible de rapprocher cette logique de celle retenue dans le cadre du droit américain. La section 1126 (f) Chapter 11 du *Bankruptcy code* prévoit que les créanciers dits *unimpaired* sont réputés accepter le plan. Cette disposition « permet d'imposer le plan de redressement aux créanciers les plus senior de la société qui, ayant l'assurance de pouvoir être entièrement remboursés immédiatement en cas de cession de l'activité (...), n'ont en principe aucun intérêt à courir le risque d'échec du retournement de la société »¹⁰¹⁸. Comme l'explique un auteur¹⁰¹⁹ américain, le code de la faillite concentre les droits de vote sur la « classe résiduelle ». La « classe résiduelle » est la première catégorie de créancier qui sera affectée par le plan. Les catégories de créanciers dont les droits légaux et contractuels ne sont pas affectés sont réputés accepter un plan. Les créanciers les plus seniors n'étant pas affectés par la restructuration, ils ne bénéficient d'aucun pouvoir de décision dans le cadre des votes afférents à la réorganisation. La détermination des catégories affectées est cependant souvent délicate. Cette problématique est d'ailleurs l'une des premières sources de contentieux en droit américain¹⁰²⁰.

371. Une mise à l'écart profitant au créancier couvert par un actif. Il convient à titre liminaire de rappeler que cette mise à l'écart des créanciers couverts par un actif n'est pas de nature à leur nuire, puisque le paiement de leurs dettes interviendrait de suite ou selon les

1018 S. Vermeille, «Peut-on prêter pour posséder («loan to own») en droit français?», JCPE, juillet 2009, n° 28, p. 21 et s.

1019 D. A. Skeel, «The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter II Reorganization Cases», avril 1992, *Virginia Law Review*, n° 78-461, p. 461.

1020 C.B. Reehl et S.P. Milner, « *Cram-Down Interest Rates: The Quest Continues* », 2009, *California Bankruptcy Journal*, n° 30-1, p. 19.

modalités contractuelles antérieurement convenues¹⁰²¹. Comme le constate le professeur LUCAS « il y a là une incontestable faveur faite à ces créanciers qui, n'ayant pas à siéger en comité, échappent au risque de s'y trouver piégé en position minoritaire et de devoir ainsi subir des sacrifices non consentis. »¹⁰²². Pour le professeur VALLENS « cette innovation illustre (...) l'abandon du dogme de l'égalité des créanciers »¹⁰²³ en permettant à certains créanciers de bénéficier d'une solution favorable.

372. La méthodologie du législateur : une modulation du droit de vote en fonction de l'*instrumentum juridique*. L'idée de réduire l'influence sur le vote des créanciers qui, dans le cadre d'un financement structuré, se sont couverts en captant certains actifs du débiteur semble progressivement se développer en droit français des procédures collectives. La mise à l'écart des comités des créanciers couverts par un actif pourrait s'appuyer sur l'article L.626-30-2 du Code de commerce. Ce texte contient deux fondements pouvant aboutir à la restriction du pouvoir politique du créancier couvert par un actif isolé du reste du patrimoine. La première restriction est celle qui vise le droit de vote des créanciers bénéficiaires de fiducie. Le législateur n'a semblé dans un premier temps ne vouloir supprimer le droit de vote de ces créanciers que lorsqu'il recourt à certains mécanismes spécifiques. Ce raisonnement semble difficilement acceptable. Comme nous l'avons déjà évoqué, en matière de financements structurés lorsque le législateur crée des règles en fonction de l'*instrumentum juridique*, il risque de créer des distorsions de traitement entre certains créanciers qui semblent souvent difficilement justifiable. Dans un second temps, la réforme de 2010 a exclu une nouvelle catégorie de créanciers du vote : les créanciers « non affectés » par le plan. Il convient dans un premier temps de s'interroger sur les cas pour lesquels le législateur a clairement apporté des réponses sur le vote de créanciers couverts par des actifs notamment celui de la fiducie, avant dans un second temps de s'interroger sur les solutions envisageables pour les financements structurés ayant des effets similaires.

373. La suppression du droit de vote des créanciers couverts par des actifs cloisonnés : le cas des bénéficiaires de fiducie. L'article L.626-30-2 al.4 du Code de commerce affirme que « pour les créanciers bénéficiaires d'une fiducie constituée à titre de garantie par le

1021 J-L. Vallens, « sauvegarde financière expresse, modifications du plan de sauvegarde et de redressement », LPA, 2010, n° 250, p. 47.

1022 F.X Lucas, « L'ordonnance du 12 mars 2014 et le droit des sociétés », BJS, 2014, n° 6, p. 403 et s.

1023 J-L. Vallens, « sauvegarde financière expresse, modifications du plan de sauvegarde et de redressement », art. préc., p. 47.

débiteur, sont seuls pris en compte les montants de leurs créances non assorties d'une telle sûreté ». Cette règle a été étendue au comité obligataire par l'article 46 de l'ordonnance n°2014-326 du 12 mars 2014. La seule possibilité de renégocier le passif protégé par une fiducie se fera dans le cadre d'une discussion bilatérale¹⁰²⁴, aucun sacrifice ne pouvant être obtenu dans le cadre des comités de créanciers. Au regard des implications, il est important de s'interroger sur le périmètre de l'exclusion visant les créanciers bénéficiaires de fiducies de l'article L.626-30-2 du Code de commerce, notamment d'envisager l'utilisation de ce texte face à des formes de fiducies innommées que constituent certains financements structurés comme la titrisation¹⁰²⁵.

374. Le périmètre de la suppression des droits politiques du fiduciaire : la suppression du droit de vote du fiduciaire. La première question est celle de l'ampleur de la privation de droit prévue à l'article L.626-30-2 al.4 du Code de commerce. On relèvera que la formule retenue par le législateur ne vise pas l'ensemble des droits politiques du créancier bénéficiaire d'une fiducie. Le législateur n'entend supprimer le droit de vote du créancier garanti par une fiducie qu'à hauteur du niveau de couverture de la créance. Le législateur n'a pas affirmé l'exclusion du créancier fiduciaire des comités. On notera d'ailleurs la formule de l'article L. 626-33 du Code de commerce qui distingue « les créanciers qui ne sont pas membres des comités institués en application de l'article L. 626-30 du Code de commerce », et « les créanciers bénéficiaires d'une fiducie constituée à titre de garantie ». Comme cela est d'usage en droit français, l'exception doit être interprétée strictement. Les autres droits du créancier fiduciaire devront a priori être respectés. On pense notamment à la faculté offerte depuis l'ordonnance du 12 mars 2014 au créancier de soumettre un projet de plan¹⁰²⁶. A l'image d'un associé nu-propriétaire privé de son droit de vote qui doit à minima conserver un droit à « participer aux décisions collectives », le créancier fiduciaire conserve une forme réduite de droit politique. Cette participation semble néanmoins difficilement justifiable tant d'un point de vue théorique que d'un point de vue pratique. D'un point de vue théorique d'abord, car s'il semble difficile d'envisager de priver un associé de l'ensemble de ses droits politiques, cela ne pose aucun problème d'envisager un créancier privé de possibilité d'influencer des comités dont il ne subit pas les décisions. En effet, contrairement à l'associé, le pouvoir politique n'est pas une prérogative « naturelle » du créancier. Ce dernier est en principe un simple

1024 C. com. art. L. 626-5 et C. com. art. L. 626-5.

1025 F. Barrière, « La fiducie-sûreté en droit français », revue de droit de McGill, 2013, vol. 58, n° 4, p. 869 et s.

1026 C. com. art. L. 626-30-2.

contractant qui n'a pas vocation à influencer la restructuration tant que cette dernière ne menace pas ses intérêts. Par ailleurs, on peut s'interroger en pratique sur l'accueil qui serait réservé à un plan définissant les sacrifices requis par le débiteur et par les créanciers (abandon de créance, conversion d'une part de leurs dettes,...) qui serait présenté par un créancier dont la créance est entièrement garantie dans le cadre d'une convention de fiducie. Au regard de ces éléments, il semble vraisemblable de considérer que le maintien d'une partie des pouvoirs politiques du « créancier garanti par une fiducie » relève plus d'un regrettable oubli que d'une réelle volonté du législateur. Une fois discuté, le périmètre de la réduction des droits politiques des créanciers « garantis par une fiducie », il convient de s'interroger sur les personnes visées par cette réduction.

375. La titrisation : une fiducie innommée éligible à l'exclusion du droit de vote de L.626-30-2 al.4 ? La seconde question est celle des personnes concernées par la restriction de l'article L.626-30-2 al.4 du Code de commerce. Cette exclusion vise-t-elle uniquement les fiducies au sens de l'article 2011 du Code civil, ou doit-elle être envisagée comme affectant aussi les bénéficiaires de certaines formes de fiducies innommées. Certains financements structurés s'appuient sur des formes de fiducie innommées pour permettre d'altérer l'actif. Cette configuration est notamment celle de la titrisation. Une vision extensive de l'exclusion du vote du créancier bénéficiaire d'une fiducie de l'article L.626-30-2 al.4 pourrait offrir un fondement textuel à une limitation du pouvoir politique du créancier bénéficiaire de formes de fiducie innommées comme la titrisation.

On relèvera, en premier lieu, la tendance du législateur à encadrer strictement le périmètre de la suppression du droit de vote. Ainsi le législateur affirme « sont seuls pris en compte les montants de leurs créances obligataires non assorties d'une telle sûreté ». Cette application distributive de la règle pourrait accréditer l'idée d'une interprétation stricte de la notion de créancier garanti par une fiducie. Cette vision serait difficilement compatible avec l'idée d'assimiler les créanciers garantis par des fiducies innommées comme la titrisation à des « créanciers bénéficiaires d'une fiducie » au sens de l'article L. 626-30-2 du Code de commerce.

A l'inverse, on relèvera que le texte de l'article L.626-30-2 du Code de commerce vise « les créanciers bénéficiaires d'une fiducie constituée à titre de garantie par le débiteur » de façon générale sans faire référence à l'article 2011 du Code civil. Or le législateur a parfois pris la peine de préciser explicitement que seules les fiducies nommées telles que définies par

l'article 2011 du Code civil étaient concernées par les règles évoquées¹⁰²⁷. On pourrait être tenté de considérer que lorsque le législateur n'a rien spécifié sur le type de fiducie visée, il faut avoir une acception large de la notion de fiducie (incluant fiducies nommées et innommées). Cette idée pourrait s'appuyer sur l'adage traditionnel *ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*. Il convient cependant de rester prudent sur l'application des restrictions du droit de vote issues de l'article L. 626-30-2 du Code de commerce aux fiducies innommées. Force est de constater que cette acception large de la notion de fiducie ne peut pas se prévaloir d'un texte clair.

Enfin la vision extensive de la notion de fiducie pourrait s'appuyer sur la logique traditionnelle du droit processuel « pas d'intérêt, pas d'action »¹⁰²⁸. Le créancier couvert par une fiducie ne serait privé de son droit de vote que parce qu'il n'a pas d'intérêt réel à voter. Si cette idée constitue le « ratio legis » justifiant la privation de droit de vote, alors il est cohérent de priver de droit de vote le créancier protégé par une fiducie que celle-ci soit nommée ou innommée. Or certains auteurs¹⁰²⁹ affirment que l'exclusion des créances garanties par fiducie du vote des comités de créanciers est liée à l'existence « d'un droit de gage dérogatoire sur un patrimoine distinct du patrimoine du débiteur ». Le créancier fiduciaire ayant la possibilité d'exercer son droit de gage sur un autre patrimoine ne serait pas autorisé à s'exprimer dans le cadre des comités sur le patrimoine du débiteur. Force est alors de constater qu'une configuration similaire existe dans la majorité des cas de fiducies innommées notamment dans le cas de la titrisation. A ce titre, la participation au vote des comités d'un créancier bénéficiaire d'une cession de créance dans le cas d'une titrisation n'est pas moins discutable que celle d'un créancier garanti par une fiducie classique. Si ce dernier argument semble pertinent, il amène à justifier la suppression du droit de vote du créancier bénéficiaire d'une titrisation par un autre fondement textuel. En effet, la récente réforme du droit des procédures collectives du 22 octobre 2010 prévoit la suppression du droit de vote des « créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ou dès l'admission de leurs créances ». Cette règle pourrait marquer le début d'une uniformisation du traitement des créanciers couverts par un actif. Comme nous l'avons vu, cette réduction du droit de vote à géométrie variable est difficilement justifiable. Comme le souligne le professeur LUCAS dans le cadre

1027 C. com. art. L. 632-1 (version en vigueur du 21 février 2007 au 15 février 2009) affirmait qu'était nul « Tout transfert de biens ou de droits dans un patrimoine fiduciaire en application des articles 2011 et s. du code civil ».

1028 C. pr. civ. art. 31.

1029 J-P Martel et S. Golshani « La réforme de la sauvegarde, état des lieux et premiers éléments de réponse », J. sociétés, 2009, n° 67, p.18.

de son analyse de la réforme de 2008 : « la solution aurait pu être étendue, par le projet de réforme, aux créanciers propriétaires, par exemple les crédit-bailleurs, ou encore les créanciers titulaires d'un droit de rétention »¹⁰³⁰. Un traitement uniforme de l'ensemble des créanciers s'appuyant sur des financements structurés couvert par un actif semble souhaitable.

376. La suppression du droit de vote des créanciers n'ayant pas d'intérêt à la restructuration : le cas du créancier couvert par un actif. Comme nous l'avons déjà évoqué, dans l'ensemble des financements structurés couverts par un actif, le créancier bénéficiaire n'est pas menacé par la restructuration. Il est donc délicat de caractériser son intérêt. Cette situation n'est pas une configuration spécifique au créancier s'appuyant sur une fiducie. Pour autant, l'ensemble des créanciers couverts ne semble pas logé à la même enseigne en termes de vote au sein des comités. Ainsi les différences de traitement entre créancier fiduciaire que nous venons d'étudier et le créancier bénéficiaire d'une titrisation semble difficile à justifier. Une harmonisation sur la question du droit de vote des créanciers couverts par un actif serait souhaitable, tant il est difficile de justifier les différences de traitement entre des mécanismes issus des financements structurés dont les effets sont proches. Comme nous l'avons évoqué précédemment¹⁰³¹, la caractéristique des financements structurés n'est pas tant le mécanisme juridique retenu pour le mettre en place que l'objectif qu'il s'est fixé. Pour être cohérent, le traitement des financements structurés ne doit pas être fonction du mécanisme choisi (ex : la fiducie ou titrisation) mais de la fonction qu'il s'est assignée (assurer une couverture par la captation de certains actifs). Sans cela, la règle de droit devient inégalitaire (aucun fondement ne justifie la différence de traitement entre créancier fiduciaire et créancier bénéficiaire d'une titrisation) et favorise les créanciers les plus habiles plutôt que les plus méritants. Une solution pour répondre à cette problématique pourrait être d'assimiler ces créanciers à ceux pour lesquels « le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ». L'idée ne serait pas aberrante au regard du « ratio legis » qui sous-tend cette privation de droit de vote : ne faire voter sur le projet que des créanciers « affectés par le plan ». On relèvera cependant que si l'impact éventuel d'un plan sur bénéficiaire d'une titrisation n'est pas aussi important que pour un autre créancier, il semble délicat de considérer qu'il n'a aucun effet.

1030 F.X Lucas, « Les principales modifications de la procédure de sauvegarde dans le projet de réforme », GP, 2008, n° 313, p. 11 et s.

1031 Voir en ce sens « Section 1. La pertinence d'une définition fonctionnelle des financements structurés », p. 101.

377. **Le refus du vote des créanciers couvert par des actifs au regard de l'absence « d'impact du plan sur leurs créances ».** Le législateur a affirmé clairement sa volonté de ne prendre en compte lors des votes des comités que les créanciers « concernés » par la restructuration. Depuis la réforme de 2010, l'article L.626-30-2 al.5 du Code de commerce exclut du vote en comité « les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ou dès l'admission de leurs créances ». On retrouve à nouveau l'inspiration du Chapter 11. Le traitement réservé à ces créanciers est proche de celui des créanciers *unimpaired* du droit américain. Une logique similaire existe en droit européen.

378. **Fondement de la suppression du droit de vote du créancier couvert : l'influence européenne.** L'idée de réserver la possibilité d'adopter les plans aux seuls créanciers impactés se retrouve à l'échelle européenne. Ainsi l'article 20 de la recommandation de la Commission du 12 mars 2014¹⁰³² propose « de rendre plus effective l'adoption des plans de restructuration » aux États membres et de « réserver la possibilité d'adopter les plans de restructuration à certains créanciers ou à certains types ou certaines catégories de créanciers seulement, pour autant que d'autres créanciers ne soient pas affectés ». En droit français, l'idée de priver de droit de vote les créanciers « non affectés » par la procédure collective s'appuie sur une logique simple : le vote est un mode d'expression réservé aux créanciers qui ont un « intérêt » à défendre dans le cadre de la restructuration.

379. **Fondement de la suppression du droit de vote du créancier couvert : l'absence d'intérêt.** Comme nous l'avons déjà évoqué, cette idée s'inspire de la logique « pas d'intérêt, pas d'action ». Cette analogie est résumée par le professeur LE CORRE par le principe « pas d'intérêt, pas de vote »¹⁰³³. L'idée que le vote n'est que la rançon de l'intérêt semble confortée par l'application distributive de la suppression du droit de vote du créancier fiduciaire. L'article L.626-30-2 al.5 du Code de commerce réserve donc la faculté de voter aux « montants de leurs créances non assorties d'une telle sûreté (une fiducie) ». Ainsi le fiduciaire ne perd pas la totalité des droits de vote. Cela tend à prouver que le créancier ne perd pas globalement sa qualité de votant, sa capacité est simplement réduite à hauteur de son intérêt réel (à savoir la portion du prêt menacée dans le cadre du vote). L'idée de ne laisser participer

1032 Recommandation de la Commission du 12 mars 2014, n° 2014/135/UE.

1033 P-M. Le Corre, « Porteurs de TSS et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », D. Lettre Omnidroit, 2010, n° 91, p. 19 et s.

au vote des comités que les créanciers ayant un intérêt à la restructuration devrait aboutir à exclure la participation des créanciers bénéficiaires d'une titrisation. Il semble donc envisageable de priver certains créancier ayant capté un actif en amont de la procédure de leurs droits de vote au sein des comités de créanciers. Par ailleurs ce texte pourrait servir de fondement à un encadrement des créanciers ayant modifié leurs passifs.

B. La discutable participation du créancier ayant modifié le passif

380. La participation du créancier sans prise en compte de l'altération du passif liée aux structures de financements. Comme nous l'avons évoqué, les financements structurés permettent de modifier le passif du créancier. En effet, les financements modifiant le passif permettent au créancier soit de mettre en place de nouveau recours (notamment via des CDS), soit de renoncer à certains recours existants. Dans les deux cas, la modification du périmètre du recours dont le créancier est titulaire pourrait avoir une influence sur le quantum de droit de vote dont il bénéficie.

381. Le créancier bénéficiant de recours additionnels : le sort du créancier couvert par des « CDS ». Comme nous l'avons vu, l'article L. 626-30-2 du Code commerce prévoit que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ». Cette disposition avait notamment été mise en place en réponse à l'utilisation récurrente par les praticiens de *Credit Default Swaps* (CDS). En effet, comme le souligne un praticien « la difficulté provient de ce que les accords garantissant un paiement peuvent conduire les créanciers à une certaine inertie de nature à nuire, d'une façon ou d'une autre, à la recherche de ce sacro-saint fait majoritaire. »¹⁰³⁴. Afin de permettre la mise en pratique de cette disposition visant à lutter contre les CDS « chaque créancier membre de l'un des comités » doit informer l'administrateur de l'existence de convention « ayant pour objet le paiement total ou partiel de la créance par un tiers »¹⁰³⁵. Cette information sera prise en compte par l'administrateur lorsqu'il déterminera les modalités

1034 N. Morelli, « L'amélioration du rôle des créanciers dans le cadre de l'adoption du plan. Le point de vue du praticien », *RPC*, 2014, n° 4, p. 69 et s.

1035 C. com. art. L. 626-30-2.

de calcul des voix. Dans le cas des créanciers ayant accru leur recours (notamment via la mise en place d'un « CDS »), un texte clair permet désormais de pondérer le poids de ces créanciers juridiques qui ne supportent pas le poids économique du risque de défaut dans le cadre des comités de créanciers. En revanche, aucun texte spécifique ne semble prévoir l'influence de la renonciation à recours d'un créancier dans le cadre des comités.

382. La suppression du droit de vote des créanciers n'ayant pas d'intérêt à la restructuration : le sort du créancier ayant accepté le cantonnement de son passif. Si on développe le raisonnement consistant à considérer que seuls les créanciers ayant un intérêt dans la restructuration peuvent participer aux votes des comités, il semble nécessaire de supprimer le droit de vote de l'ensemble des créanciers ayant renoncé à leurs recours sur le débiteur (financement sans recours). En effet, que la restructuration génère ou détruise de la valeur n'aura aucune influence sur le sort des créanciers ayant choisi de cantonner leurs recours à certains actifs. Un raisonnement similaire serait plus délicat à mener face à une renonciation partielle. Si ces créanciers ont renoncé à toutes prétentions sur le patrimoine du débiteur, l'augmentation ou la diminution de la valeur des biens inclus dans le patrimoine du débiteur leur est indifférente. En renonçant à leur droit de gage général, il serait logique de considérer qu'ils ont abandonné leurs droits d'influencer le devenir de ce gage (via un vote en comité). Pour autant aucun texte spécifique ne semble prévoir cette exclusion. Cette absence de texte spécifique amène à se demander s'il existe au sein du titre VI des fondements permettant d'envisager une prise en compte générale des financements structurés.

2§. Les textes permettant d'envisager la prise en compte générale des financements structurés

383. Les textes permettant d'envisager la prise en compte générale des financements structurés. Il existe aujourd'hui deux formules dans le titre VI du Code de commerce qui pourraient servir de support à l'émergence d'une prise en compte plus « générale » des financements structurés dans le cadre des comités.

La première, prévue à l'article L.626-30-2 al 5 pourrait permettre d'assurer la prise en compte des spécificités des financements structurés dans l'attribution des droits politiques durant les comités (1). Cet article prévoit que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ou dès l'admission de leurs créances ». Certains auteurs pourraient être tentés d'adopter une vision économique » de ce

texte pour fournir un fondement textuel à l'idée d'un vote en fonction de la valeur économique des créances. Cette vision extensive du texte semble néanmoins discutable.

La seconde possibilité de prise en compte des financements structurés est exposée dans l'article L. 626-30-2 al.2 du Code de commerce qui prévoit un « traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient » (2). Cette seconde disposition pourrait être utilisée pour tenir compte des financements structurés dans la définition des droits économiques des créanciers issus des financements structurés dans le plan.

A. Les droits politiques des créanciers : la notion de créancier « non affecté par le plan »

384. Le périmètre de la limitation des pouvoirs politiques du créancier non affecté par le plan. L'article L.626-30-2 al 5 du Code de commerce prévoit que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ou dès l'admission de leurs créances ». Comme le souligne un praticien « on vise au premier chef les créanciers financiers porteurs des fameux CDS (...). Mais le texte a une portée très large et embrasse toute une catégorie de situations qui, me semble-t-il, n'étaient pas nécessairement visées par le législateur »¹⁰³⁶. Il semble qu'à minima ce texte permette de prendre en compte la spécificité de certains financements structurés. Certains auteurs pourraient être tentés d'adopter une vision extensive de ce texte pour fournir un fondement textuel à l'idée d'un vote des créanciers en fonction de la valeur économique de leurs créances.

385. L'attribution du pouvoir politique en fonction de la « valeur » économique de la créance. Comme le note un auteur « l'idée se développe actuellement d'une véritable propriété économique de l'entreprise qui serait reconnue aux créanciers lorsqu'une société débitrice supporte un endettement tellement lourd que les créanciers disposent d'un droit de vie ou de mort sur ce débiteur et partant de la possibilité d'en prendre le contrôle »¹⁰³⁷. Les défenseurs d'une « analyse économique du droit »¹⁰³⁸ proposent d'aller plus loin que les textes spéciaux que nous venons d'évoquer, en substituant à la règle de la valeur nominale de

1036 N. Morelli, « L'amélioration du rôle des créanciers dans le cadre de l'adoption du plan. Le point de vue du praticien », RPC, 2014, n° 4, p. 69 et s.

1037 F-X Lucas, « Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des droits de l'actionnaire: propriété économique et propriété juridique, qui doit financer la restructuration ? », BJE., 2013, n°5, p. 332.

1038A. Pietrancosta et S. Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit Perspectives d'avenir ? », RTDF, 2010, n° 1, p 4 et s.

la créance, une règle fondée sur la valeur « économique » de la créance. Cette substitution irait au-delà des dérogations spécifiques sur le vote des créanciers issue de la titrisation et celles pour les créanciers subordonnés. Dans cette acception, le pouvoir politique doit revenir au créancier de la société qui supporte le risque lié à cette perte de valeur.

386. L'hypothèse de construction : le créancier supportant le risque de la faillite doit être celui qui pilote la restructuration. Ces créanciers étant les premiers concernés par le sort de la société, on peut logiquement s'attendre à ce qu'ils soient les plus aptes à mener la restructuration de façon à ce qu'elle génère une valeur additionnelle. On relèvera qu'au-delà des difficultés pratiques que nous avons déjà évoquées pour déterminer le détenteur de la *fulcrum security*¹⁰³⁹, l'hypothèse selon laquelle le créancier le plus concerné est le plus apte à mener la restructuration est en elle-même discutable. Cette méthode ne garantit pas d'accroître les chances de succès de la procédure. En effet, attribuer la maîtrise de la restructuration aux créanciers sociaux les plus concernés n'est pas toujours un gage de succès de la restructuration. Le plus concerné n'est pas systématiquement le plus compétent. Si certaines banques ont initialement exprimé des réticences face aux *lenders led*, cela s'explique notamment par les difficultés pratiques de ce genre de prise de contrôle. L'environnement français semble aujourd'hui évoluer sur ce point. Comme le souligne un praticien, si « les prêteurs étrangers ont généralement l'habitude de prendre le contrôle des entreprises par le mécanisme de la conversion de leurs dettes en capital (*lenders led*), considérant que *l'equity* ne vaut plus rien. Les groupes bancaires français, qui étaient traditionnellement réticents à de telles solutions, évoluent pour certains d'entre eux »¹⁰⁴⁰. Les banques dans le cadre d'un *lenders led* doivent prendre des décisions stratégiques permettant de ramener à l'équilibre des sociétés qui évoluent dans des secteurs complexes éloignés de leurs cœurs de métiers¹⁰⁴¹. La prise de contrôle est rendue d'autant plus complexe que le pool de prêteurs prenant le contrôle de la société peut être composé de nombreux créanciers. Ces créanciers pouvant être divisés sur les solutions à prendre durant la restructuration. Certes, ces créanciers ont la possibilité de s'appuyer sur un management connaissant les mécanismes du secteur, mais les prêteurs restent, pour les choix clefs, les décisionnaires et les responsables. Mais au-delà de la discussion sur l'intérêt pratique de ce transfert du pouvoir politique, ce nouveau mode de

1039 Voir en ce sens « B. La « pondération » », p. 276.

1040 G. Bremond, « La restructuration d'entreprises au cœur de l'actualité », Hebdo éd. Aff., 2013, n°349, n° Lexbase : N8336BTW.

1041 L'imprimerie dans le cadre de CPI, la fabrication de produits de construction pour Terreal ou la gestion des services d'eau et d'assainissement pour la Saur.

fonctionnement contraint à repenser le fonctionnement des procédures collectives françaises. Si l'on considère comme un postulat (et plus comme une simple hypothèse) que l'intérêt du créancier fait de lui le meilleur pilote de la restructuration, il faudrait pouvoir transférer le pouvoir de décision des détenteurs du capital social vers les « créanciers qui font (ou non) le pari que la valeur d'entreprise post-restructuration de la société sera supérieure à la valeur de marché qui ressort de l'offre du meilleur repreneur ».

387. La proposition d'une règle générale substituant un vote proportionnel à la valeur plutôt qu'au nominal de la créance : l'impact sur le capital social. La logique qui sous-tend la théorie du « vote par la valeur » est de considérer qu'avec les difficultés de l'entreprise, cette dernière perd de sa « valeur ». Avec l'érosion de la valeur de l'entreprise, le capital social qui constituait le premier élément de passif sera amené à « absorber » les pertes de la société. On rappellera que cette absorption des pertes est conforme au rôle de « gage des créanciers » qui est attribué au capital social en droit des sociétés. Suite à cette « absorption » des pertes, le capital perdra sa valeur. La valeur des actions ayant été fortement réduite, il conviendra donc de transférer tout ou partie du pouvoir politique des actionnaires aux créanciers plus senior. Ce transfert doit pouvoir s'effectuer sans le consentement des actionnaires concernés. Ce nouveau paradigme tendrait à légitimer l'idée selon laquelle, on devrait pouvoir évincer de force l'actionnaire récalcitrant d'une entreprise en difficulté.

Après une tentative infructueuse de mise en place de l'éviction forcée des actionnaires, le législateur semble avoir trouvé l'équilibre entre éviction de l'associé et respect du droit de propriété qui soit satisfaisant au regard du conseil constitutionnel. En effet, initialement l'article 35 du projet d'ordonnance de 2014 prévoyait que « lorsque le redressement de l'entreprise le requiert, le tribunal peut ordonner la cession des parts sociales, titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital détenu par les associés ou actionnaires contrôlant l'entreprise (...) au profit de créanciers ou de tiers qui se sont engagés à exécuter le plan ou ordonner la cession totale ou partielle de l'entreprise ». Cette disposition avait été abandonnée en raison du risque d'inconstitutionnalité de cette « expropriation privée ». Le professeur LIENHARD affirmait notamment que cette disposition constituait une « évidente atteinte (...) au droit de propriété des actionnaires, et donc (entraînait un) risque de censure par le Conseil constitutionnel, au regard de l'article 17 de la DDHC de 1789, plus précisément, de l'exigence que l'éventuelle privation du droit de propriété soit justifiée par

une « nécessité publique évidente, légalement constatée »¹⁰⁴². En droit français, cette transmission du pouvoir politique n'est possible qu'avec l'accord des créanciers, ce qui rendait plus difficile la mise en place de certains schémas de reprise et notamment les *lenders led*¹⁰⁴³. L'idée d'un transfert de contrôle sans l'accord de l'actionnaire n'a pourtant pas été abandonnée puisque le récent projet de loi « pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques »¹⁰⁴⁴ a prévu la mise en place d'une cession forcée des actions durant la procédure collective. On relèvera au passage que le législateur pour limiter le risque d'inconstitutionnalité de cette « expropriation privée » à réservé cette possibilité aux cas où la défaillance de l'entreprise visée risquerait d'entraîner « un trouble grave à l'économie et au bassin d'emploi ». L'idée du législateur étant de justifier une « expropriation privée » par des raisons tenant à une forme d'ordre public. La logique du vote par la valeur n'aurait pas un effet limité aux seuls actionnaires, cette nouvelle logique influencerait la répartition des pouvoirs au sein des comités de créanciers.

388. La proposition d'une règle générale substituant un vote proportionnel à la valeur plutôt qu'au nominal de la créance : l'impact sur les créanciers sociaux. Si la logique d'une répartition du pouvoir politique en fonction de la valeur vise en premier lieu les actionnaires, elle influence aussi les créanciers sociaux et notamment les créanciers subordonnés. La situation des créanciers subordonnés étant « économiquement » proche de celle des détenteurs du capital social, ils seront eux aussi rapidement dépossédés de tout pouvoir de décision dans le cadre des comités (sauf si l'ensemble des pertes a été « absorbé » par le capital social). Souvent les créanciers juniors « n'auraient, (...) droit à rien (...) » notamment en terme de droit politique car leurs créances sera d'ores et déjà considérées comme irrécouvrables. Dans ce cas, le vote du créancier junior ne serait pas pris en compte car ses faibles chances de recouvrement pourraient l'inciter à ne soutenir que les restructurations les plus risquées (les seules pouvant potentiellement lui rendre l'espoir de recouvrer une part de sa créance).

A l'inverse, les créanciers les plus seniors ne seraient plus autorisés à voter. En effet dans cette acception, on considère que ces créanciers seniors n'auraient qu'un intérêt : celui de provoquer « une vente de l'activité de la société leur permettant de monétiser

1042 A. Lienhard, « Réforme du droit des entreprises en difficulté : présentation de l'ord. du 12 mars 2014 », D., 2014, n° 11, p. 663 et s.

1043 R. Dammann et G. Lebreton « Restructuration Saur : la conversion de créances en capital dans le cadre d'un plan *lender led* », BJS, 2013, n° 11, p. 697.

1044 Article 70 du projet de loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques prévoit la création de C. com. art. L. 631-19-1.

immédiatement leurs créances plutôt que de « subir » le redressement de la société »¹⁰⁴⁵. Ces créanciers n'auraient donc pas leur mot à dire sur la restructuration.

389. **La proposition d'un vote proportionnel à la valeur : une réponse partielle avec la notion de créancier « affecté » par le plan.** En terme de fondement textuel, cette logique pourrait s'appuyer sur la loi du 22 octobre 2010 qui prévoit que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ». Cette disposition permet de priver « les obligataires subordonnés sous forme de titres participatifs (...) de leur droit de vote si le plan n'affecte pas les conditions de remboursement de leur créance »¹⁰⁴⁶. Comme nous l'avons vu, ce texte permet sans doute de priver de leurs droits de votes, les créanciers les plus juniors (notamment le cas des TSSDI) et ceux dont le passif est entièrement couvert (notamment le cas des CDS ou les bénéficiaires d'une titrisation).

Il semble cependant que cette disposition ne satisfassent que partiellement les tenants d'une règle d'un vote fondé sur la valeur « économique » de la créance. En effet, quelle que soit l'ampleur de la perte de valeur de la société, la privation de pouvoir politique ne pourra toucher que la catégorie de créanciers les plus exposés que constituent les créanciers « subordonnés » ou ceux entièrement couverts. En aucun cas il ne serait envisageable d'utiliser ce texte pour priver des créanciers chirographaires de leurs pouvoirs politiques dans le cadre d'un plan de cession alors que, dans la majorité des cas ces créanciers ne recouvreront qu'une part minime de leurs fonds (un créancier chirographaire recouvre en moyenne 6% de sa créance dans un scénario de plan de cession)¹⁰⁴⁷. Il ne semble pas plus envisageable de réduire l'influence exercée par des créanciers ayant soumis leurs créances à une subordination partielle. On est donc loin du transfert « automatique » du pouvoir politique aux seuls créanciers réellement concernés par la restructuration que proposent les tenants du « vote par la valeur ».

Si les spécificités des financements structurés sont aujourd'hui partiellement prises en compte dans la détermination du pouvoir politique au sein des comités de créancier, le droit positif semble encore loin d'accueillir une théorie d'un droit de vote fonction de la valeur économique de la créance. Comme nous l'avons évoqué, l'hypothèse de construction de la

1045 S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ? », *JCPE*, 2009, n° 28, p. 21 et s.
1046 R. Dammann et S. Schneider, « La sauvegarde financière accélérée - analyse et perspectives d'avenir », *D*, 2011, n° 21, p. 1429 et s.
1047 « Une analyse comparative des procédures de faillite : France, Allemagne, Royaume-Uni », *Regards sur les PME Oseo*, n° 16, p. 68.

théorie du vote par la valeur (à savoir le créancier le plus intéressé est le plus apte à piloter la restructuration) peut être discutée. Par ailleurs, cette théorie s'accompagne de nombreuses difficultés pratiques dans sa mise en œuvre. Nous ne pouvons donc qu'approuver le choix du législateur de ne satisfaire que partiellement aux demandes de soutien de cette théorie.

On relèvera que les financements structurés influencent les droits politiques des créanciers, mais aussi leurs droits économiques. Comme le souligne certains praticiens « ce principe¹⁰⁴⁸ peut être combiné avec la règle (...) en vertu de laquelle le plan « peut établir un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient ». Cette combinaison permet une flexibilité accrue des plans établis en comités. »¹⁰⁴⁹. En effet, en plus de la modulation sur les droits politiques des créanciers issus des financements structurés, ce second texte permet d'envisager une modulation des droits économiques de ces créanciers dans la structuration du plan.

B. Les droits économiques des créanciers : un traitement différencié respectant les intérêts des créanciers

390. Les fondements textuels permettant d'envisager un traitement différencié. La volonté d'adapter le traitement économique des créanciers à leurs spécificités se retrouve dans plusieurs textes du livre VI du Code de commerce. Cette idée est, en premier lieu, exposée dans les articles L. 626-2 et L. 626-5 du Code de commerce qui prévoient que le débiteur et l'administrateur judiciaire élaborent « les propositions pour le règlement des dettes ». Comme le souligne un auteur « l'emploi du pluriel montre bien que plusieurs propositions (...) différentes et individualisées vont pouvoir être adressées aux créanciers »¹⁰⁵⁰. Comme le rappelle cet auteur, la première mouture de l'article 24 du projet de loi évoquait « les propositions de règlement du passif ». Sur une proposition d'amendement du député Serge Charles, le terme « passif » avait été remplacé par « des dettes ». L'auteur de l'amendement explique que « dès lors qu'il n'y a plus de concordat, le règlement des dettes peut être envisagé individuellement. C'est pourquoi je propose que l'on parle de « dettes », et non pas de « passif ». Cette rédaction paraît plus conforme à l'esprit du projet de loi. Il convient, en effet, d'évoquer non pas le règlement du passif, c'est-à-dire de la totalité des dettes, mais les

1048 Celui selon lequel ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral.

1049 R. Dammann et S. Schneider, « La sauvegarde financière accélérée - analyse et perspectives d'avenir », D, 2011, n° 21, p. 1429 et s.

1050 N. Ghalimi, « Le traitement différencié des créanciers dans les plans de sauvegarde et de redressement », LPA, 2014, n° 253, p. 4 et s.

propositions pour le règlement des dettes considérées individuellement »¹⁰⁵¹. Une solution qui avait été retenue dans la rédaction finale du texte. La jurisprudence précise que cette différenciation doit reposer « sur des critères objectifs et pertinents »¹⁰⁵².

Par ailleurs, l'article L.626-30-2 du Code de commerce pourrait être utilisé comme un second support textuel du « traitement différencié des financements structurés ». Cet article pose le principe selon lequel le projet de plan « peut établir un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient ». L'idée du législateur est de permettre de faire un traitement « sur mesure » de chaque créancier. Cette logique pourrait permettre de tenir compte des spécificités de chaque catégorie de financements structurés.

391. De la simple faculté à la nécessité d'envisager un traitement différencié : l'exigence d'un plan respectant « les intérêts de tous les créanciers ». On peut même se demander si, au-delà de la simple « faculté » d'établir « un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient », il n'existe pas au regard du principe de l'égalité des créanciers un véritable devoir de traiter différemment les créanciers en situations différentes. En effet, comme nous l'avons déjà évoqué, traiter de façon identique des créanciers qui sont dans des situations différentes constitue une véritable rupture d'égalité. Le professeur GRELON résume ainsi « l'adoption de solutions identiques, délais uniformes ou des remises de dette proportionnelles au montant des créances sans tenir compte d'éventuelles subordinations ou sûretés, conduit à générer des inégalités en traitant également des créanciers ayant des situations différentes au regard du rang de leur créance »¹⁰⁵³. Cette rupture d'égalité porte atteinte à l'intérêt des créanciers. Or le tribunal est garant de la protection de ces intérêts¹⁰⁵⁴. On trouve une illustration de cette compétence des juges du fonds dans l'affaire Thomson. Les créanciers contestataires avaient fondé leur recours sur l'obligation, pour le tribunal, de vérifier que les intérêts de tous les créanciers était suffisamment défendus. La Cour de cassation s'en était, sur ce point, remise à l'appréciation souveraine des juges du fond. Les juridictions du fonds doivent donc s'assurer que le plan arrêté respecte l'exigence d'un traitement égalitaire des créanciers. Un praticien transpose cette affirmation aux créanciers subordonnés en affirmant que « les projets de plan proposés aux comités de créanciers peuvent établir un traitement différencié des créances et doivent

1051 Compte rendu AN de la séance du 6 avril 1984, p. 1260.

1052 CA Paris 11 Mai 2016, n°16-03704, note F.X Lucas, BJE, 2016, n°4, p. 241.

1053 B. Grelon, « La consultation des créanciers obligataires dans le cadre d'une procédure collective d'insolvabilité », Rev. Société, 2008, n°1, p. 25 et s.

1054 C. com. art. L. 626-31.

prendre en compte les accords de subordination (...) »¹⁰⁵⁵. Un traitement *pari passu* de créancier en situation différente n'est donc pas admissible. Pour éviter ces configurations, il faut s'appuyer sur la faculté de différenciation offerte par l'article L. 626-30-2 du Code de commerce. Cependant comme le relève un spécialiste « l'exercice de ce contrôle peut apparaître bien délicat pour les juridictions consulaires puisque la directive générale formulée par l'article L. 626-31, alinéa 1 du Code de commerce ne fixe aucun critère permettant de distinguer le juste et l'inique dans un projet de plan de sauvegarde »¹⁰⁵⁶. A nouveau, la prise en compte des spécificités de financements structurés pourrait être un élément à prendre en compte pour le tribunal dans sa grille de lecture d'un plan équitale.

392. Les modalités pratiques de contrôle du respect des intérêts des créanciers.

Comme pour l'attribution de droit de vote, certains auteurs proposent d'apprécier les atteintes aux intérêts des créanciers en fonction de la valeur économique de leurs créances. Plus la créance serait risquée, plus il serait légitime de lui faire supporter les affres de la procédure collective. Ainsi un praticien propose d'utiliser comme « critère de la légitimité du projet de plan de sauvegarde (...) la valeur de l'entreprise »¹⁰⁵⁷. Le point de repère à retenir n'est cependant pas n'importe quelle valeur d'entreprise : la valeur de référence serait la « valeur liquidative de l'entreprise ». Ainsi l'article 22 c) de la recommandation de la Commission du 12 mars 2014¹⁰⁵⁸ affirme que le plan de restructuration ne devrait pas permettre « de réduire les droits des créanciers dissidents en deçà du niveau qu'ils auraient pu raisonnablement escompter si l'entreprise du débiteur n'était pas restructurée, si elle avait fait l'objet d'une liquidation ou si elle avait été vendue en tant qu'entreprise en activité, selon les cas ». En matière d'appréciation de l'atteinte aux intérêts des créanciers, la « valeur liquidative » semble être un étalon particulièrement adaptée. Comme nous l'avons déjà évoqué¹⁰⁵⁹, le principal « défaut » de cette méthode est qu'elle tend à définir une valeur à « minima » de l'entreprise. Si l'utilisation de cette valeur « minimale » comme clef de répartition des droits de vote peut être sujette à débat, elle est en revanche difficilement discutable lorsque l'on cherche à déterminer une valeur « plancher » en deçà de laquelle on doit considérer que les intérêts des créanciers ne sont pas suffisamment protégés. L'utilisation de la valeur liquidative

1055 N. Ghalimi, « Le traitement différencié des créanciers dans les plans de sauvegarde et de redressement », LPA, 2014, n° 253, p. 4 et s.

1056 G. Couturier, « Les créanciers et la sauvegarde financière de l'entreprise en difficulté », BJS., 2010, n° 7, p. 683 et s.

1057 G. Couturier, « Les créanciers et la sauvegarde financière de l'entreprise en difficulté », art. préc., p. 683 et s.

1058 Recommandation de la Commission du 12 mars 2014, n° 2014/135/UE.

1059 Voir en ce sens « B. La « pondération » », p. 276.

comme référence sur la question de la protection de l'intérêt des créanciers est d'ailleurs préconisée par certains praticiens. Ainsi certains auteurs s'interrogent sur le point de savoir si « le tribunal pourrait (...) refuser d'homologuer un plan s'il est démontré que les créanciers récalcitrants, à qui le plan est imposé, auraient été mieux traités dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire ? Tel est le critère qui prévaut en droit américain »¹⁰⁶⁰. Cette idée est reprise par un praticien pour qui « le contrôle de l'équité du projet de plan par le tribunal doit s'apprécier à l'aune de la valeur de l'entreprise au moment de l'examen du projet de plan [donc sans prendre en compte de la valeur prévisionnelle de l'entreprise] par les comités de créanciers et l'assemblée des obligataires »¹⁰⁶¹. Si cette méthodologie est retenue, l'atteinte aux intérêts du créancier serait appréciée notamment en fonction du rang de séniorité du créancier¹⁰⁶². Dans le cadre d'un financement structuré, le plan pourrait donc prévoir des sacrifices plus lourds pour les créanciers subordonnés (issus de convention de subordination, de TSS, de titres participatifs, ...) que pour les créanciers seniors ou exclusifs sans pour autant porter atteinte « aux intérêts des créanciers ». Il semble que le titre VI du Code de commerce permette d'envisager une prise en compte pratique des spécificités des financements structurés. Cette prise en compte est rendu possible tant par la faculté offerte par l'article L.626-30-2 du Code de commerce qui permet « d'établir un traitement différencié entre les créanciers », que par l'exigence créée à la charge du tribunal de « protéger les intérêts de tous les créanciers » par l'article L.626-31 du Code de commerce.

393. **Les conséquences pratiques : le cas du créancier subordonné.** Avant même la réforme du 22 mars 2012¹⁰⁶³, l'exigence d'un traitement différencié devait selon un praticien amener le tribunal à respecter les conventions de subordination. Pour cet auteur « la loi de sauvegarde prévoit que le tribunal doit veiller au respect des droits des créanciers. Ce qui milite en faveur d'une prise en compte, dans le plan de sauvegarde, des conventions de subordination puisqu'il serait anormal qu'un créancier subordonné soit remboursé de la même façon qu'un créancier junior »¹⁰⁶⁴. L'absence de prise en compte des accords de subordination

1060A. Besse et N. Morelli, « Le prepackaged plan à la française : pour une saine utilisation de la procédure de sauvegarde », JCP E, 2009, n° 25, p. 28 et s.

1061 G. Couturier, « Les créanciers et la sauvegarde financière de l'entreprise en difficulté », art. préc., p. 683 et s.

1062 En effet le niveau de séniorité défini par les financements structurés influence les procédures collectives y compris hors comité voir en ce sens « Section 1. Les financements structurés face à la répartition des pertes » p. 309.

1063 C. com. art. L. 626-30-2.

1064 C. Théron, « la loi de sauvegarde à l'épreuve des hedge funds et de leur ingénierie financière », Déc. Strat. Fin. Dr., 2008, n°99, p.53.

crée « une distorsion illégitime »¹⁰⁶⁵ entre les créanciers. En s'appuyant sur la seule exigence « d'un traitement différencié », le professeur GRELON considère qu'il était envisageable « que le projet de plan adopté à la majorité par l'assemblée des obligataires (...) impose aux obligataires minoritaires des abandons de créances ou de droits qui soient proportionnés à la valeur économique des créances, en imposant, par exemple, des abandons plus importants aux créanciers subordonnés qu'aux autres créanciers »¹⁰⁶⁶. En cas de non prise en compte de la convention de subordination, les créanciers seniors pourront former un recours, en contestant sur le fond, la délibération. Cette contestation est ouverte dans le cadre de l'article L. 626-34-1 du Code de commerce qui prévoit que « Le tribunal statue dans un même jugement sur les contestations relatives à l'application des articles L. 626-30 à L. 626-32 et sur l'arrêté ou la modification du plan. ».

La non-prise en compte des accords de subordination constituant vraisemblablement à la fois une atteinte à l'intérêt économique des créanciers seniors et une rupture d'égalité, il semble nécessaire de prévoir une « contribution » plus lourde à l'effort de la procédure collective pour les créanciers subordonnés. A l'inverse, en s'appuyant sur ces mêmes fondements textuels, il semble possible d'envisager une contribution réduite du créancier exclusif aux sacrifices du plan.

394. **Les conséquences pratiques : le cas du créancier senior.** Comme nous l'avons déjà évoqué, la situation des créanciers ayant altéré l'actif ne saurait être assimilée à celle des autres créanciers. Les mécanismes des sûretés traditionnelles s'appuient sur une préférence. Or une préférence même absolue n'intervient qu'après concours. A l'inverse les financements structurés exploitent les limites des procédures collective afin d'éviter toute prétention concurrente¹⁰⁶⁷. Cette différence de fonctionnement entraîne une situation différente pour ces créanciers. On peut s'interroger sur la méthode qu'un administrateur pourrait retenir face à un créancier bénéficiaire d'une titrisation. Comme nous l'avons vu, les sacrifices qu'on peut envisager d'imposer à cette catégorie de créanciers sont réduits. Il semble cohérent de considérer que les paiements prévus dans le cadre du plan devraient a minima être équivalents à la valeur vénale de liquidation des biens titrisés. En deçà de ce minimum, l'équilibre précaire entre le besoin de prévisibilité pour le créancier (condition nécessaire pour favoriser

1065 H. Bourbouloux, « Lorsque la finance structurée investit le plan : le sort des dettes in fine à la recherche du compromis », BJE., mai 2011, n° 2, p. 112.

1066 B. Grelon, « La consultation des créanciers obligataires dans le cadre d'une procédure collective d'insolvabilité », Rev. Société, janvier 2008, n°1, p. 25 et s.

1067 L. Bougerol-Prud'homme, *Exclusivité et garanties de paiement*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2012, préf. de P. Crocq, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, p. 48.

le crédit) et les aménagements de dette requis pour permettre le redressement de l'entreprise risquent d'être rompu. Il semble que la « valeur du portefeuille de créance titrisé constitue le baromètre adapté pour évaluer un niveau de sacrifice respectant « les intérêts (...) des créanciers ». Cette conclusion a d'ailleurs été retenue par le législateur en matière de fiducie. Face à l'impossibilité de faire supporter des sacrifices aux créanciers fiduciaires, ces derniers ont été « exclus » des comités de créanciers. Cette exclusion étant comme nous l'avons déjà évoqué une « faveur faite à ces créanciers qui, n'ayant pas à siéger en comité, échappent au risque de s'y trouver piégés (...) et de devoir ainsi subir des sacrifices non consentis »¹⁰⁶⁸. Comme nous l'avons déjà évoqué, cette solution devrait être étendue à l'ensemble des créanciers entièrement couverts par un actif, peu important l'*instrumentum* juridique ayant permis d'obtenir ce résultat.

Comme nous venons de le voir, les financements structurés prennent une place grandissante dans le cadre des comités de créanciers. L'institution des comités de créanciers est conçue pour permettre de prendre en compte la volonté des créanciers dans le cadre des restructurations. La prise en compte de la volonté exprimée des créanciers durant la phase de financement est donc de façon légitime prise en compte dans le cadre de comité de créanciers. Il semble logique que les financements structurés (instruments contractuels nés de la volonté des créanciers et de leurs débiteurs) influencent les décisions prises dans le cadre des comités. Pourtant l'influence des financements structurés sur les procédures collectives ne semble pas se cantonner aux seuls cas de plan arrêté dans le cadre de comité. Malgré l'importance de l'ordre public dans des contextes de procédures collectives sans comités, il semble que les mécanismes contractuels des financements structurés y jouent un rôle important.

1068 F.X Lucas, « L'ordonnance du 12 mars 2014 et le droit des sociétés », BJS, 2014, n° 6, p. 403 et s.

Chapitre 2

La répartition des pertes dans les procédures sans comité

395. **L'influence des financements structurés sur le risque de crédit du créancier dans les procédures sans comité.** .Au regard de l'importante proportion du passif qu'ils représentent, les créanciers issus des financements structurés seront souvent des acteurs incontournables des restructurations. Ce constat est valable qu'un comité de créancier soit mis en place ou non. La spécificité des financements structurés influencera le sort des créanciers issus de ses montages durant les répartitions des procédures collectives. Dans ce contexte, il existe deux risques majeurs pour le créancier issu des financements structurés :

- la perte d'efficacité des mécanismes conventionnels visant à définir l'ordre des répartitions ;
- le risque de voir pour le financeur de l'opération sa responsabilité recherchée.

Le premier enjeu est de déterminer l'opposabilité des différents mécanismes (renonciation à recours, subordination, syndicats bancaires...) issus des financements structurés durant la répartition des pertes organisées par la procédure collective (Section 1). Le second enjeu sera de déterminer le risque pour le financeur de voir sa responsabilité recherchée. La majorité des financements sont structurés de façon à limiter la responsabilité des financeurs. L'efficacité de ces mécanismes est sujette à débat. On pourra néanmoins s'interroger sur les risques de voir la responsabilité des financeurs mise en cause (Section 2). Cette question sera particulièrement importante dans les configurations où les créanciers ont une emprise particulièrement marquée sur leurs débiteurs, notamment via des *covenants* bancaires nombreux et contraignants.

Section 1. Les financements structurés face à la répartition des pertes

396. **L'influence des financements structurés sur la répartition des pertes.** Les financements structurés organisent les relations entre les créanciers. Durant la procédure collective, ces relations sont en principe régies par les règles du titre VI. On peut s'interroger sur la cohabitation de ses deux corps de règles qui entendent organiser la répartition des pertes entre les différents créanciers. Nous traiterons dans un premier temps de l'influence sur les répartitions de certains mécanismes organisant les relations inter créanciers, notamment les mécanismes assurant la coordination au sein du syndicat bancaire et ceux assurant les renonciations à recours (1§). Puis, nous évoquerons la question de l'influence des financements subordonnés sur l'ordre des répartitions issues des procédures collectives (2§).

1§. L'influence des mécanismes organisant les relations inter créanciers durant les répartitions

397. **La résistance des mécanismes organisant les relations inter créanciers face à l'épreuve des répartitions.** Il existe différents types de mécanismes dont le but est d'organiser les relations inter créanciers. Certains de ses mécanismes permettent aux créanciers de coordonner leurs actions dans le cadre des opérations de saisie de l'actif. Dans le cadre de nombreux crédits syndiqués, cette coordination est assurée par l'agent des sûretés. Dans un premier temps, nous étudierons l'influence des mécanismes organisant le syndicat bancaire lors des répartitions des procédures collectives (A). A l'inverse, certains montages influencent la définition du périmètre du passif. Certains créanciers peuvent ainsi renoncer à participer aux répartitions organisées dans le cadre des procédures collectives. Nous analyserons dans un second temps, le traitement envisageable des créanciers ayant renoncé à concourir aux répartitions dans le cadre des procédures collectives (B).

A. Le sort des mécanismes organisant le syndicat bancaire lors des répartitions

398. **La répartition organisée par l'agent des sûretés au sein du syndicat bancaire.** Les financements structurés impliquent souvent pour les créanciers d'organiser leurs rapports via une documentation de crédit complexe (un syndicat ou pool bancaire) et de nommer un agent chargé de représenter les créanciers dans leurs rapports avec l'emprunteur. L'agent des sûretés est « en charge de la constitution, de l'inscription, de la gestion et de la réalisation des sûretés pour l'ensemble des membres, présents et futurs, du syndicat. Cette fonction peut ainsi notamment impliquer la répartition du produit de la réalisation des sûretés. »¹⁰⁶⁹. Certains des

1069 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n° 3, p. 69 et s.

montages qui permettent d'assurer la mise en place de cet agent peuvent influencer les répartitions durant la procédure collective.

399. **La répartition des pertes au sein du syndicat bancaire.** Face à un débiteur « in bonis », l'agent des sûretés a pour objectif de coordonner les multiples prêteurs¹⁰⁷⁰. Dans le cadre d'une procédure collective, le rôle de l'agent des sûretés au sein du syndicat bancaire se rapproche sur certains aspects de celui du mandataire judiciaire. Le mandataire judiciaire est en charge de la réalisation de l'actif et de la répartition du produit de cet actif. Le mandataire représente l'ensemble des créanciers et répartit entre eux les fruits de la saisie collective. L'agent représente les membres du pool bancaire et répartit entre eux le fruit de la réalisation des sûretés. On peut s'interroger sur la coordination possible entre ces acteurs en cas de procédure collective. Cette influence pourra varier selon les mécanismes utilisés comme support à la mise en place de l'agent des sûretés. Comme le souligne un auteur, « il existe pas moins de cinq mécanismes en droit français permettant de régir l'agent des sûretés »¹⁰⁷¹. Il est possible de s'appuyer sur des mécanismes issus du droit français des obligations (le mandat et la solidarité active). On peut aussi envisager de s'appuyer sur des mécanismes de nature fiduciaires (la fiducie française ou le trust anglais). Le législateur est venu compléter ces dispositifs avec les dispositions de l'article 2328-1 du Code civil¹⁰⁷². Malgré ses possibilités, les montages français permettant la mise en place d'un agent des sûretés présentent certaines faiblesses. Comme le souligne un auteur « face aux insuffisances du droit français, les praticiens ont regardé par-delà les frontières et ont identifié à l'étranger des techniques de mise en place d'un agent des sûretés potentiellement efficaces »¹⁰⁷³ notamment celle des dettes parallèles. Nous traiterons dans un premier temps des problèmes spécifiques liés à la réception de montage s'appuyant sur le mécanisme de droit étranger de la dette parallèle. Puis dans un second temps, nous reviendrons sur l'influence de l'agent des sûretés sur les répartitions intervenant durant les procédures collective. On constatera que cette influence existe quel que soit l'instrument juridique utilisé pour la mise en place de l'agent des sûretés.

1070 J.-F. Adelle, « L'agent des sûretés en droit français : pour une clarification de régimes de l'article 2328-1 du Code civil et de la fiducie de sûretés », RDBF, 2010, n°5, p. 6 et s.

1071 J.-F. Adelle, « L'agent des sûretés en droit français : pour une clarification de régimes de l'article 2328-1 du Code civil et de la fiducie de sûretés », art. préc., p. 6 et s.

1072 « Toute sûreté réelle peut être constituée, inscrite, gérée et réalisée pour le compte des créanciers de l'obligation garantie par une personne qu'ils désignent à cette fin dans l'acte qui constate cette obligation. », C. Civ., Art. 2285.

1073 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n° 3, p. 69 et s.

400. **Le montage s'appuyant sur des dettes parallèles.** Comme le souligne un praticien en matière de financements syndiqués de grande ampleur, « les praticiens ont fait appel au droit anglais ou au droit américain pour mettre en place des structures intégrant une « dette parallèle » au profit d'un trustee, ce qui permet de faire en sorte qu'un seul établissement bancaire soit en mesure d'exercer les droits et sûretés de dizaines d'établissements prêteurs (dont l'identité varie d'ailleurs au gré des cessions de créances).¹⁰⁷⁴ ». Un auteur explique que la technique des dettes parallèles consiste « pour le débiteur à prendre directement en faveur de l'agent des sûretés un engagement de payer à ce dernier un montant égal à tout moment à celui qu'il doit aux parties financières au titre de l'opération de crédit. Cette deuxième dette, miroir de la première, est dite parallèle »¹⁰⁷⁵. La Cour de cassation reprend une définition proche. La Cour de cassation affirme que le montage des dettes parallèles consiste « pour l'émetteur de l'emprunt et ses garants à prendre, envers les agents des sûretés, afin de faciliter la constitution, l'inscription, la gestion et la réalisation de celles-ci directement au nom de ces agents, un engagement contractuel non accessoire équivalent à celui dont ils sont tenus dans leurs rapports avec les porteurs des titres de créances ou le trustee »¹⁰⁷⁶. On pouvait néanmoins s'interroger sur la validité de ce type de schéma en droit français.

401. **Les possibilités offertes par les montages internationaux.** L'arrêt Belvédère a permis de répondre à certaines questions sur la validité de ces montages. Il convient de noter comme le souligne un auteur que dans cet arrêt « la Cour de cassation a (...) uniquement considéré (...) que les mécanismes utilisés ne sont pas contraires à l'ordre public international. Il ne s'agit toutefois aucunement d'affirmer que dans un montage soumis au droit français le mécanisme (...) pourrait être utilisé. »¹⁰⁷⁷. Les créanciers seront uniquement soumis aux règles des procédures collectives relevant de l'ordre public international. Sous réserve pour le montage que la loi applicable soit celle du contrat et que le montage ne soit pas jugé frauduleux, ils ne seront pas soumis à l'ensemble des règles du droit français des procédures collective, mais uniquement celle relevant de l'ordre public international. L'analyse de la

1074 R. Dammann et G. Podeur, « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », Dr. et patr., 2013, n°223, p.79.

1075 J.-F. Adelle, « L'agent des sûretés en droit français : pour une clarification de régimes de l'article 2328-1 du Code civil et de la fiducie de sûretés », RDBF, 2010, n°5, p. 6 et s.

1076 Cass. com., 13 septembre 2011, n° 10-25.533, n° 10-25731 n° 10-25.840 et n° 11-018623; M. Menjucq et Th. Mastrullo, RPC, novembre 2011, n°6, p. 45; R. Libhaber, BJE, décembre 2011, n°12, p. 987 ; R. Dammann et A. Albertini, JCP E, novembre 2011, n°45, p. 17 ; J-L Vallens, RTD Com., novembre 2011, n°4 , p. 801; L. d'Avout et N. Borga, D, octobre 2011, n°36, p. 2518; L. Aynès et P. Dupichot, Dr. et patr., février 2012, n°211, p. 77 et s.

1077 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n° 3, p. 69 et s.

Cour de cassation dans l'arrêt Belvédère sur le montage des dettes parallèles est particulièrement intéressante car elle est transposable à la réception d'autres montages de droit étranger en droit français. Le corpus de règles relevant de l'ordre public international est beaucoup plus limité intégrant « notamment toutes [les règles] destinées à imposer une certaine discipline collective aux créanciers »¹⁰⁷⁸. On retrouve dans cet ensemble de règles, celles visant à assurer « l'égalité entre les créanciers »¹⁰⁷⁹. Enfin les montages devront respecter les règles du droit des contrats intégrant l'ordre public international. Les moyens du pourvoi affirmaient que les « dettes parallèles » portaient atteinte à l'ordre public international.

402. L'absence d'atteinte aux aspects essentiels de la cause dans le cadre du mécanisme des dettes parallèles. La Cour de cassation contrôle le respect des dettes parallèles aux règles relevant de l'ordre public international. Ce contrôle du montage limité aux aspects relevant de l'ordre public international facilite la reconnaissance du mécanisme des dettes parallèles sur la question de la cause. L'arrêt de la Cour de cassation affirme que « la conception de la cause des obligations contractuelles retenue par le droit français n'est pas, dans tous ses aspects, d'ordre public international ». La Cour de cassation ne contrôle donc la conformité du mécanisme des dettes parallèles qu'aux aspects essentiels de la conception de la cause. Comme le souligne le professeur FAGES, « sous réserve de cette notion la plus essentielle, à savoir la prohibition des engagements qui ne reposent sur rien, la théorie de la cause et ses savants raffinements n'ont pas à être mobilisés lorsqu'il s'agit d'accueillir l'application du droit étranger, de se pencher sur une technique contractuelle issue de la pratique internationale des affaires »¹⁰⁸⁰. L'existence de deux dettes juridiques fondées sur une même dette économique génère une seconde problématique : cette « obligation sans cause »¹⁰⁸¹ aboutit à « la création d'une dette supplémentaire, (...) sans fondement réel, [ce qui] pose potentiellement un problème lors de l'ouverture d'une procédure collective puisqu'elle entraîne a priori un accroissement artificiel du passif »¹⁰⁸².

1078 G. Drago, « L'ordre public », 2013, Rapport de la Cour de Cass. Notamment le Chap. 2 - Conception française de l'ordre public international.

1079 Voir en ce sens « B. La fragilisation de l'égalité des créanciers », p 86.

1080 B. Fages, « Reconnaissance de la *parallel debt* », RTD civ., 2012, n°1, p. 116.

1081 Cass. com., 13 septembre 2011, n° 10-25.533, n° 10-25731 n° 10-25.840 et n° 11-018623; M. Menjuq et Th. Mastrullo, RPC, novembre 2011, n°6, p. 45; R. Libhaber, BJE, décembre 2011, n°12, p. 987 ; R. Dammann et A. Albertini, JCP E, novembre 2011, n°45, p. 17 ; J-L Vallens, RTD Com., novembre 2011, n°4, p. 801; L. d'Avout et N. Borga, D, octobre 2011, n°36, p. 2518; L. Aynès et P. Dupichot, Dr. et patr., février 2012, n°211, p. 77 et s.

1082 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n° 3, p. 69 et s.

403. **La dette parallèle : la source d'un risque de double paiement.** Le second moyen du pourvoi affirmait notamment que « le mécanisme des dettes « parallèles » autorise le créancier parallèle à obtenir paiement de sa créance alors même que la dette résultant de l'opération fondamentale serait éteinte ; que le mécanisme des dettes « parallèles » fait ainsi obstacle à l'apurement du passif du débiteur et rompt l'égalité des créanciers dans la procédure collective »¹⁰⁸³. Comme le relève un auteur « l'égalité des créanciers (...) des procédures collectives, pouvait paraître atteinte, tel était le sens du pourvoi, en raison du risque de double paiement »¹⁰⁸⁴. On retrouve un critère utilisé habituellement pour qualifier les sûretés : assurer la satisfaction du créancier sans l'enrichir¹⁰⁸⁵.

404. **L'absence d'atteinte à l'égalité des créanciers dans le cadre du mécanisme des dettes parallèles.** Sur la question de l'atteinte à l'égalité, la Cour de cassation précise que « le droit choisi par les parties aux contrats, et plus particulièrement le concept de dette parallèle, n'est pas incompatible avec l'ordre public interne ou international et spécialement le principe d'égalité des créanciers ; qu'en effet (...) la convention de (...) prévoit bien que les paiements faits par le débiteur entre les mains de l'agent des sûretés au titre de la dette parallèle s'imputent sur les sommes dues aux autres créanciers »¹⁰⁸⁶. En effet la convention intègre une clause dite de *pro tanto*. Cette clause est décrite par un auteur « comme une clause de vases communicants : ce que (...) rembourse, (...) l'emprunteur, au titre de la dette parallèle ou au titre de la dette sous-jacente vient réduire à due concurrence le montant de l'autre dette »¹⁰⁸⁷. Cette clause permet de « neutraliser complètement le risque de double paiement »¹⁰⁸⁸. Le mécanisme des dettes parallèles est valable uniquement « sous la réserve que les clauses l'organisant prévoient un système d'imputation des paiements évitant tout

1083 Cass. com., 13 septembre 2011, n° 10-25.533, n° 10-25731 n° 10-25.840 et n° 11-018623; M. Menjuq et Th. Mastrullo, RPC, novembre 2011, n°6, p. 45; R. Libchaber, BJE, décembre 2011, n°12, p. 987 ; R. Dammann et A. Albertini, JCP E, novembre 2011, n°45, p. 17 ; J-L Vallens, RTD Com., novembre 2011, n°4 , p. 801; L. d'Avout et N. Borga, D, octobre 2011, n°36, p. 2518; L. Aynès et P. Dupichot, Dr. et patr., février 2012, n°211, p. 77 et s.

1084 J-L Vallens « La qualité de créancier est déterminée par la loi du contrat », RTD Com., 2011, n°4, p. 801.

1085 P. Crocq, *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1995, préf. de M. Gobert, LGDJ, p. 234.

1086 Cass. com., 13 septembre 2011, n° 10-25.533, n° 10-25731 n° 10-25.840 et n° 11-018623; M. Menjuq et Th. Mastrullo, RPC, novembre 2011, n°6, p. 45; R. Libchaber, BJE, décembre 2011, n°12, p. 987 ; R. Dammann et A. Albertini, JCP E, novembre 2011, n°45, p. 17 ; J-L Vallens, RTD Com., novembre 2011, n°4 , p. 801; L. d'Avout et N. Borga, D, octobre 2011, n°36, p. 2518; L. Aynès et P. Dupichot, Dr. et patr., février 2012, n°211, p. 77 et s.

1087 É. Fiszelson, « L'arrêt Belvédère et la gestion des sûretés de droit français », RLDC, 2012, Supp. n° 99, p. 51 et s. extrait des rencontres Lamy droit civil, Aix-en-Provence.

1088 É. Fiszelson, « L'arrêt Belvédère et la gestion des sûretés de droit français », art. préc., p. 51 et s.

risque de double paiement par l'emprunteur »¹⁰⁸⁹. Cette idée est reprise par un auteur qui affirme qu'en « l'absence de stipulation évitant un double paiement, le montage ne serait certainement pas regardé avec autant de bienveillance »¹⁰⁹⁰. En effet, la Cour de cassation considère que ces clauses permettent de garantir qu'il n'y a « ni création d'un passif artificiel, ni risque de double paiement des créances ».

405. Les incertitudes juridiques en cas de mise en place de « dette parallèle » : l'influence de l'agent des sûretés dans le cadre du vote des comités Si ces mécanismes permettent de limiter les risques de double paiement, ils ne permettent pas de résoudre l'ensemble des problématiques liées à la dualité de créances dans le cadre des dettes parallèles. L'existence de dettes parallèles perturbe notamment les votes des comités et l'ordre des répartitions. On peut notamment s'interroger sur la prise en compte de ses dettes parallèles dans le cas de comité de crédit. Qui doit s'exprimer ? Le « créancier véritable » ? L'agent des sûretés ? Les deux ? Le résultat de la consultation pourrait être modifié en fonction de la solution retenue. En effet, l'agent des sûretés pourra dans certaines configurations exprimer une opinion différente de celle de certains des créanciers qu'il représente. L'agent des sûretés est le représentant de l'intérêt des créanciers du syndicat. On pourrait envisager le titulaire de la dette parallèle puisse s'exprimer au nom des créanciers qu'il représente. A l'inverse, l'administrateur judiciaire pourrait être tenté de n'accepter que le vote du créancier d'origine. En effet, c'est ce créancier qui supporte *in fine* les conséquences économiques du plan arrêté dans le cadre des comités. Le législateur a d'ailleurs affirmé sa volonté de ne pas laisser s'exprimer dans le cadre des comités des créanciers ne supportant pas le risque d'impayé¹⁰⁹¹. Cette question est proche de la problématique des conventions de votes dans le cadre des comités¹⁰⁹². Comme nous l'avons vu, la déconnection entre le détenteur du droit de vote au sein du comité et le porteur du risque économique n'est pas inconcevable. Mais, cette figure originale ne semble envisageable qu'en présence d'un texte législatif clair qui l'autorise. En l'absence d'un tel texte, il semble nécessaire de n'admettre qu'un vote : celui du créancier originel. Il convient cependant de relever, qu'en cas de modification du livre VI, un vote de l'agent des sûretés titulaire d'une dette parallèle ne serait

1089 R. Dammann et A. Albertini, « l'arrêt belvédère : la réception du trust et de la *parallel debt* en droit français », JCP E, 2011, n°45, p. 17.

1090 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n° 3, p. 69 et s.

1091 C. com. art. L. 626-30-2 « chaque créancier membre de l'un des comités (...) informe, s'il y a lieu, l'administrateur de l'existence de toute convention (...) ayant pour objet le paiement total ou partiel de la créance par un tiers ainsi que de l'existence d'accords de subordination ».

1092 Voir en ce sens « La prise en compte des conventions de vote en droit français. », p. 253.

pas inenvisageable. La seule configuration qui serait véritablement choquante serait celle où le créancier d'origine et le créancier née de la dette parallèle s'exprimeraient. Il est probable que la même façon que la Cour de cassation s'oppose à la naissance d'un double droit économique générant un risque de double paiement, elle s'opposerait à la reconnaissance d'un double droit politique générant un risque de double vote. De la même façon que la Cour de cassation exige la mise en place de clause de pro tanto, il est sans doute nécessaire de mettre en place des clauses paralysant le vote du créancier originel si le créancier née de la dette parallèle s'est exprimé. Les questions suscitées par le mécanisme des dettes parallèles durant la procédure collective ne se limitent pas à celles sur l'influence de l'agent des sûretés durant le vote. L'influence de l'agent des sûretés est aussi marquée dans le cadre des répartitions.

406. **L'influence de l'agent des sûretés dans le cadre des répartitions.** Le fonctionnement est proche de celui des clauses de *turnover* subordination. Dans un premier temps, l'agent est chargé de mettre en œuvre les sûretés dont bénéficie le syndicat pour le compte des membres. Cette première phase est respectueuses du droit des procédures collectives. La seule limite posée par la Cour de cassation porte sur les cas où le syndicat créancier risquerait de capter plus que la part qui lui est due. Comme nous l'avons vu, pour se prémunir contre ce risque, le juge exige par exemple dans le cas de montage s'appuyant sur des dettes parallèles la mise en place de clause interdisant le double paiement. Cette répartition n'est que la première étape, l'agent des sûretés est ensuite chargé de réaliser une seconde répartition des produits qu'il a captés. Cette seconde répartition s'opérera uniquement entre les créanciers du syndicat. Les financements syndiqués exploitent durant cette seconde phase les limites réelles de la procédure collective. Les financements structurés cherchent à organiser la relation inter créanciers plutôt que la relation entre le débiteur et ses créanciers. Le patrimoine du débiteur n'est pas impacté par cette seconde répartition. La première répartition reste sous contrôle du mandataire judiciaire, et la seconde échappe à la compétence de la procédure collective. Ce fonctionnement est le même pour les autres mécanismes assurant la mise en place d'un agent des sûretés.

407. **L'utilisation des limites de la procédure collective par l'ensemble des mécanismes assurant la mise en place d'un agent des sûretés.** Dans un premier temps, ces mécanismes doivent permettre à l'agent des sûretés de défendre l'intérêt des créanciers du syndicat dans le cadre de la répartition des procédures collectives. Il est donc essentiel que les mécanismes utilisés permettent à l'agent des sûretés de représenter les créanciers du syndicat. Comme le

relève un auteur « les montages qui viennent d'être évoqués [le mandat, la solidarité active et les mécanismes fiduciaires] permettent globalement à l'agent d'agir dans le cadre de la procédure collective en qualité de créancier ou de représentant »¹⁰⁹³. Ce qui permet à cet auteur d'affirmer que ces mécanismes passent « pour l'essentiel (...) les épreuves que peut dresser le droit des entreprises en difficulté »¹⁰⁹⁴. Dans un second temps, ces mécanismes organiseront une seconde répartition entre les créanciers du syndicat. Pour être efficient, l'agent des sûretés doit pouvoir représenter les créanciers du syndicat lors de la première répartition (celle qui intervient sous l'égide du mandataire judiciaire). Dans certaines configurations de financements structurés, le véritable enjeu pour le créancier sera sa position dans le cadre de cette seconde répartition plutôt que la position de l'agent des sûretés dans le cadre des répartitions des procédures collectives. Comme nous l'avons évoqué¹⁰⁹⁵, une grande partie des entités *ad hoc* (holding d'acquisition ou société de projet) ne contiennent par construction aucun autre passif que celui issu du financement structuré. Dans ces configurations, la répartition du droit des procédures collective devient une simple formalité qui précède une répartition privée organisée selon les règles définies au sein de la convention de crédit. On peut s'interroger sur l'éventuel caractère dommageable d'une telle configuration. Il semble en réalité que ses conséquences soient limitées. Le droit des procédures collectives a pour objectifs d'assurer la poursuite de l'activité, le maintien de l'emploi ou une répartition égalitaire entre créanciers. Dans le cas d'une entité *ad hoc*, il n'y a souvent pas de réelle activité économique (cette activité est réalisée par la société opérationnelle qui est détenue). Le plus souvent ces structures n'emploient pas de salarié. Enfin la dette issue du financement représente la quasi-totalité du passif. Dans cette configuration, le choix d'écarter les règles de répartition définies par le titre VI au profit de règles conventionnelles ne semble pas affecter d'autres parties prenantes que les créanciers du syndicat. Cette répartition intervient entre professionnels du financement ayant accepté les règles organisant leurs relations dans le cadre d'une convention de crédit. Lorsque le passif issu des financements structurés représente la quasi-totalité du passif il n'est pas choquant de laisser les règles définies conventionnellement par ces derniers s'appliquer à leurs répartitions. En l'absence d'atteinte à l'intérêt des tiers à la convention de crédit, il semble envisageable de s'appuyer sur les règles de répartition conventionnelles définies dans le cadre

1093 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », *RPC*, 2013, n° 3, p. 69 et s.

1094 D. Robine, « Le sort de l'agent des sûretés », art. préc., p. 69 et s.

1095 Voir en ce sens « B. L'utilisation des limites des procédures collectives » notamment « la logique particulièrement marquée de spécialité et d'indépendance permettant d'exploiter l'effet réel de la procédure collective reconnue en civil law », p. 53.

de la convention de crédit. On se demande si ce raisonnement est transposable à d'autres mécanismes conventionnels dont l'objectif est d'influencer la répartition comme les clauses de renonciation ou celle de subordination.

B. Le sort du créancier ayant renoncé à concourir aux répartitions

408. **L'efficacité de la renonciation durant les répartitions.** Pour un créancier, il est possible d'organiser la renonciation à recours de deux façons distinctes : la renonciation peut être *de facto* ou *de jure*. Dans les deux configurations, il est important de savoir si un créancier est ou non en mesure de renoncer aux dividendes qui devraient théoriquement lui revenir dans le cadre de la procédure collective.

409. **Renonciation *de facto* et répartitions.** La renonciation *de facto* consiste à assurer la ségrégation d'une partie du passif du débiteur en intégrant certaines créances dans un patrimoine spécifique. Ce montage est possible en s'appuyant sur une entité *ad hoc*. L'écran de la personnalité morale fait alors obstacle à l'action des prêteurs envers les *sponsors*. Le terme de *sponsors* désigne les initiateurs du projet¹⁰⁹⁶. L'écran de la personnalité morale interdit aux créanciers des *sponsors* d'appréhender l'actif du projet. En s'appuyant sur un patrimoine tiers, les prêteurs et l'instigateur du projet provoquent un changement de référentiel pour le droit de gage général. L'existence de multiples sociétés conjuguées à l'effet relatif des contrats condamne les créanciers à ne disposer de droits que contre leurs débiteurs directs : les véhicules de financements. Dans le cadre d'un transfert du bien à une entité tierce, il est envisageable d'opérer une « substitution »¹⁰⁹⁷ du débiteur. L'entité *ad hoc* devient alors le débiteur principal du financement. Il s'agit de l'un des mécanismes fondamentaux des financements s'appuyant sur une entité *ad hoc*. Comme le résume un praticien « la renonciation à recours ne signifie en rien que le prêteur ne sera pas désintéressé. Dans le cadre de cette technique de financement, le ou les prêteurs s'abstiennent conventionnellement d'exercer tout recours contre les membres du SPV, pour concentrer leurs droits à paiement sur le patrimoine ou sur certains actifs détenus par le SPV. Les prêteurs acceptent de changer

1096 Le sponsor assure par ailleurs une partie financement du SPV. Ces financements sont souvent réalisés par des apports, des avances en comptes courants d'associés et des prêts subordonnés. Sur le sujet voir notamment G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 115.

1097 La notion de substitution ne doit pas être entendue au sens strict. La société qui mène le projet fera porter juridiquement par un SPV, sans être impliquée directement dans les contrats liés aux projets et à son financement.

d'interlocuteur »¹⁰⁹⁸. Le périmètre du droit de gage permettant de garantir les créanciers sera celui du patrimoine tiers, le véhicule étant le seul véritable débiteur dans le cadre du financement. Le débiteur initial (ou le cédant dans le cadre de l'opération de titrisation) ne supporte plus de recours des créanciers au titre du droit de gage général. En effet, la charge des obligations liées au droit de gage général est attachée au statut de débiteur¹⁰⁹⁹. L'effet réel de la procédure collective est limité au patrimoine du débiteur¹¹⁰⁰. En principe en cas de défaillance de l'entité *ad hoc*, les créanciers devront se contenter des actifs logés dans l'entité *ad hoc*. Chaque véhicule supportera une procédure collective isolée. Seule la configuration de flux anormaux entre l'entité *ad hoc* et les *sponsors* ou d'une fictivité de l'entité *ad hoc* pourrait entraîner une extension de procédure¹¹⁰¹. Si l'entité *ad hoc* a été structurée de façon étanche, les créanciers ne pourront se prévaloir d'aucun droit sur le patrimoine des actionnaires de l'entité *ad hoc*. Le prêteur ne peut pas exiger de l'ultime actionnaire le remboursement des sommes prêtées en cas de défaillance de la société interposée. Il convient de rappeler l'importance de maintenir une séparation nette entre l'entité *ad hoc* et ses *sponsors*. En dehors de ces configurations, le risque de voir la mise en place d'une renonciation *de facto* assimilée à une fraude au concours semble réduit.

410. Le risque d'une remise en cause de la renonciation *de facto* au visa de la fraude.

On notera que la définition du SPV est relativement proche de celle qui est parfois proposée pour définir les sociétés écrans. La mise en place d'une société écran « consiste à créer une situation apparente non conforme à la réalité juridique et/ou à mettre en œuvre la personnalité morale dans un but qu'elle n'est pas destinée à satisfaire. »¹¹⁰². Il semble cependant difficile de caractériser l'élément intentionnel¹¹⁰³ propre aux sociétés écrans dans le cadre de SPV classiques. En effet, le SPV n'a pas pour vocation d'organiser la fraude au concours. Le

1098 F. Julien, « Financements sans recours », Mélanges AEDBF-France VI, 2013, Droit bancaire et financier, p. 297.

1099 C. civ. art. 2285.

1100 M. Sénéchal, *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise. Le terme a été consacré par un arrêt Cass. com., 16 mars 2010, n° 08-13.147 ; note L. Antonini-Cochin, GP, juillet 2010, n°183-184, p. 13.

1101 Voir en ce sens « B. Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective », p. 182.

1102 C. Mathon, « les sociétés écran : l'utilisation dévoyée de la personnalité morale », 2004, Rapport du ministère de la justice.

1103 « Une intention particulière (...) l'auteur doit avoir conscience d'enfreindre les dispositions légales régissant la création et l'utilisation des sociétés personnes morales », C. Mathon, « les sociétés écran : l'utilisation dévoyée de la personnalité morale », 2004, Rapport du ministère de la justice.

créancier ne bénéficie que de l'entité *ad hoc* comme débiteur. Ainsi, seul l'actif compris dans le périmètre du patrimoine de l'entité *ad hoc* pourra répondre du passif du projet.

411. **Renonciation *de jure* et répartitions.** L'efficacité des clauses de renonciation contractuelle à recours (renonciation dite *de jure*) durant une procédure collective est discutée. Il convient d'étudier la validité des clauses de renonciation à recours en fonction du droit ayant fait l'objet de la renonciation. Un praticien distingue deux cas de renonciation à recours affectant le droit de créance du financeur¹¹⁰⁴. Selon cet auteur, il est possible de renoncer à :

- son droit de créance *stricto sensu*. C'est le droit d'exiger le paiement de l'obligation.
- son droit de gage général qui correspond au droit du créancier d'appréhender les éléments d'actif du débiteur en cas de défaillance de ce dernier.

Comme le relève le professeur CROCQ, le créancier peut « manifesté sa volonté de ce que sa renonciation à l'égard du débiteur principal soit limité au seul droit de poursuite (*l'obligatio* ou *Haftung*) et ne concerne pas la substance même de la dette de ce dernier (le *debitum* ou *Schuld*). »¹¹⁰⁵ Nous étudierons successivement l'influence de ces deux configurations de renonciation durant les procédures collectives.

412. **Le cas du créancier renonçant à son droit de gage général.** Dans cette configuration, le créancier renonce à son droit de gage général. Le créancier renonce notamment au droit dont il bénéficie d'exercer une saisie sur les biens de son débiteur. Cette renonciation entraîne pour le créancier la perte de la faculté de demander certaines mesures d'exécution. La renonciation au droit de gage peut être partielle ou complète. Comme nous l'avons évoqué précédemment, la jurisprudence et la doctrine semble favorable à la reconnaissance de la validité d'une renonciation partielle du créancier à son droit de gage (ex : un créancier renonce à saisir des actifs autres que ceux énoncés dans la convention de crédit). En revanche, une renonciation totale au droit de gage général semble plus difficile à admettre. Comme le souligne le professeur DELEBECQUE, « renoncer à toute exécution dans un contrat, c'est en faire un engagement moral et non juridique ». A l'inverse un auteur soutient que « lorsque l'on admet que le droit de gage général est une garantie (...) l'admission d'une

1104 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

1105 Cass. com. 22 mai 2007, n°06-12196; note P. Crocq, RTD Civ, n°2, p. 333 ; note P. Simler et P. Delebecque, JCP E, décembre 2007, n°2, p. 16 ; note B. Bouloc, RTD Com, janvier 2008, n°1, p. 172 ; A. Martin-Serf, RTD Com, octobre 2007, n°4, p. 833 ; note N. Rontchevsky et J. François, Banque et Droit, septembre 2007, n°115, p. 67 ; note A. Cerles, RDBF, juillet 2007, n°4, p. 17 ; note G. Marraud des Grottes, RLDA, juillet 2007, n°40, p.33.

renonciation totale au droit de gage général s'impose avec davantage d'évidence »¹¹⁰⁶. On relèvera que même si la validité d'une telle renonciation était reconnue, elle resterait une configuration rare en pratique. En effet, les créanciers issus des financements structurés utilisent souvent les clauses de renonciations à recours pour cantonner ses possibilités de saisie à certains actifs (ex : l'actif ou le projet financé). Il est difficile d'imaginer un créancier rationnel abandonnant l'ensemble des actions sur l'ensemble du patrimoine. En acceptant ce type de renonciation, ce créancier se retrouverait largement démuné en cas de défaut de paiement. Il convient donc de se focaliser sur le cas le plus courant et dont la validité n'est pas discuté : la renonciation partielle au droit de gage général.

413. **L'impact de la renonciation d'un créancier à son droit à saisir l'actif du débiteur.**

La clause par laquelle le créancier « s'engage à ne pas pratiquer ou demander l'autorisation de pratiquer une saisie »¹¹⁰⁷ est classique en matière de financements structurés. Une configuration usuelle de renonciation partielle au droit de gage général consiste pour le créancier à renonce à saisir certains actifs (ex : les actifs autres que ceux du projet) ou renoncer à saisir pendant une période déterminée. Un créancier ayant renoncé à son droit de poursuite sur un actif peut-il bénéficier des répartitions découlant de la réalisation de cet actif durant une procédure collective ? La réponse semble positive. En renonçant à son droit de gage le créancier ne renonce pas à son droit à recevoir le paiement, il se prive simplement du droit de s'appuyer sur les voies d'exécutions que lui offre théoriquement sa qualité de créancier. Durant une procédure collective, on peut se demander si les prérogatives du créancier renonçant à son droit de gage sont réellement moins importantes que celles d'autres créanciers. En effet, durant la procédure collective, ce n'est pas le créancier qui met en œuvre les voies d'exécutions. Comme le précise l'article L.622-17 II « [Le jugement d'ouverture] arrête ou interdit également toute procédure d'exécution de la part de ces créanciers ». Seul « le mandataire judiciaire désigné par le tribunal a (...) qualité pour agir au nom et dans l'intérêt collectif des créanciers. »¹¹⁰⁸. Cette logique est si marquée que même lorsque les voies d'exécutions ont été initiées par un créancier avant le début de la procédure collective, le liquidateur a la faculté de se subroger dans les droits de ses créanciers et de reprendre l'action pour le compte des créanciers¹¹⁰⁹. En réalité, le renonçant abdique son droit à

1106 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

1107 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », art. préc., p.34.

1108 C. com. art. L. 622-20.

1109 « Lorsqu'une procédure de saisie immobilière engagée avant l'ouverture de la procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires a été suspendue par l'effet de cette dernière, le liquidateur peut être

solliciter lui-même une voie d'exécution mais cela ne semble pas interdire qu'un autre acteur (en l'espèce le mandataire judiciaire) agisse pour lui. Comme le souligne un auteur, pour le créancier qui renonce aux voies d'exécutions dont il est théoriquement bénéficiaire « il existe d'autres moyens que l'exécution sur les biens du débiteur pour obtenir le paiement de l'obligation ». Le créancier peut notamment laisser le mandataire agir pour son compte. On pourrait objecter que le mandataire agit comme représentant des créanciers, et qu'il ne pourrait pas agir pour un créancier renonçant. Mais cette analyse ne serait pas respectueuse de la volonté des parties. Dans le cas d'une renonciation portant sur le droit de gage général, le créancier ne renonce pas à son droit de créance *stricto sensu*. Il renonce simplement au pouvoir de contrainte dont il bénéficie grâce à son statut de créancier. Il reste donc un créancier et ses intérêts sont donc représentés par le mandataire judiciaire. A ce titre, le créancier ayant renoncé à son « droit de gage général » pourra donc notamment bénéficier des distributions provenant de la réalisation des actifs qu'il avait renoncé à saisir. Par ailleurs, la renonciation constitue une forme d'exception au droit de gage générale et devrait donc être interprétée strictement. La configuration sera en revanche différente dans le cas d'une renonciation du créancier à son droit de créance *stricto sensu*.

414. **Le cas du créancier renonçant à son droit de créance *stricto sensu*.** Une clause de renonciation à recours portant sur le droit de créance *stricto sensu* peut prendre plusieurs formes. Comme l'explique un praticien¹¹¹⁰, le créancier peut s'engager à :

- ne pas solliciter l'ouverture d'une procédure collective ;
- ne pas exercer d'action en justice tendant à obtenir du débiteur l'exécution de son obligation ou à ne pas agir en paiement contre le débiteur.

La question ayant été abordée précédemment dans cette étude¹¹¹¹, nous ne reviendrons pas sur la question de la faculté pour un créancier à renoncer à son droit à solliciter l'ouverture d'une procédure collective. Nous tenterons donc de déterminer l'influence que pourrait avoir un créancier ayant renoncé à exercer une action en justice permettant l'exécution de son obligation. On peut notamment se demander si ce type de créancier renonçant serait en mesure de déclarer sa créance au passif de la société ? Si le créancier a renoncé à « agir en paiement contre le débiteur », aucun débat ne semble envisageable. La déclaration

subrogé dans les droits du créancier saisissant pour les actes que celui-ci a effectués, lesquels sont réputés accomplis pour le compte du liquidateur qui procède à la vente des immeubles. La saisie immobilière peut alors reprendre son cours au stade où le jugement d'ouverture l'avait suspendue », C. com. art. L. 642-18.

1110 G. Ansaloni, « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p.34.

1111 Voir sur cette question « A. Les financements structurés et ouverture directe de la procédure collective », p. 174.

de créance a clairement pour but d'assurer le paiement du créancier. Le législateur précise d'ailleurs qu'à « défaut de déclaration dans les délais (...), les créanciers ne sont pas admis dans les répartitions »¹¹¹². Le créancier ayant renoncé à agir en paiement contre le débiteur, a donc renoncé à déclarer sa créance au passif de la procédure. En revanche, le débat semble plus ouvert face à un créancier ayant simplement renoncé à exercer une action en justice tendant à obtenir le règlement des créances. La question sous-jacente est celle de la nature de la déclaration de créance. En effet, si la déclaration de créance est considérée comme une action en justice, le créancier a donc renoncé à son droit à déclarer sa créance. Si la déclaration de créance n'est pas assimilable à une action en justice, le créancier restera libre de déclarer sa créance. La Cour de cassation a clairement affirmé que « la déclaration de créance équivaut à une demande en justice »¹¹¹³. Cette affirmation est cependant discutée notamment par certains auteurs¹¹¹⁴ qui considèrent qu'il s'agit d'un simple acte conservatoire de la créance. On relèvera cependant que depuis la réforme de 2014, l'article L.622-25 du Code de commerce précise que la déclaration de créance « vaut acte de poursuite ». Ce dernier élément et la jurisprudence constante de la Cour de cassation sur le sujet tendraient à laisser penser que le créancier ayant renoncé aux actions en justice visant à obtenir le paiement ne peut pas déclarer sa créance au passif de la procédure. A ce titre, le créancier renonçant ne pourra pas participer aux distributions. Les clauses de renonciation à recours ne sont pas les seuls mécanismes issus des financements structurés qui perturbent la répartition organisée par les procédures collectives. Les clauses de subordinations pourraient, elles aussi, influencer de façon importante l'ordre des répartitions.

2§. Financements subordonnés et ordre des répartitions issues des procédures collectives

415. La résistance de la subordination aux répartitions des procédures collectives.

L'incertitude sur la résistance de la subordination aux procédures collectives, est l'un des sujet récurrent d'inquiétude pour la pratique. Certains auteurs se sont interrogés sur le point de savoir si un plan pouvait « neutraliser les clauses prévoyant que le créancier « subordonné »

1112 C. com. art. L. 622-26.

1113 Cass. com., 14 décembre 1993, n° 93-10696 et 93-12544; note M.-J. Campana et J.-M. Calendini, JCP E, mai 1994, n° 18, p. 103 ; A. Martin-Serf, RTD Com., avril 1994, n°2, p. 364 ; Ass. Plén. 26 Janvier 2001, n° 99-15153 ; note M. Béhar-Touchais, JCP E, avril 2001, n°14, p. 617 ; note FX. Lucas, RDBF, mars 2001, n°2, p. 91 ; note D. Lochouarn, JCP G, juin 2001, n°25, p. 1232 ; note J. Mestre et B. Fages, RTD Civ., octobre 2002, n°4, p. 805.

1114 P-M. Le Corre, « L'ordonnance du 12 mars 2014 et les modifications affectant la déclaration et la vérification des créances », GP, 2014, n° 96-98, p. 47 ; F. Macorig-Venier, « Les créanciers antérieurs, hors comités, après l'ordonnance du 12 mars 2014 », BJE, 2014, p. 185 ; B. Soinne, « La double nature de la déclaration des créances », RPC, 1993, n°536, p. 94.

reversera aux créanciers d'un rang supérieur toute somme qu'il recevrait dans le cadre d'un plan de sauvegarde ? »¹¹¹⁵. Comme nous le constaterons, selon l'*instrumentum* juridique employé les conséquences de la subordination en matière de procédures collectives seront différentes. Ce point est d'ailleurs regrettable car il ne favorise pas le créancier le plus méritant mais celui ayant les connaissances les plus approfondies des rouages de la subordination juridique. L'*instrumentum* juridique, support du financement subordonné ayant une importance majeure dans le traitement de celui-ci, il convient d'étudier séparément les financements structurés reposant sur un mécanisme légal (A) et ceux reposant sur un mécanisme contractuel (B).

A. L'influence des mécanismes légaux de subordination sur l'ordre des répartitions

416. **La subordination et l'ordre de répartition.** La procédure collective fixe l'ordre des paiements. Certains auteurs assimilent d'ailleurs la répartition née de l'article L.621-32 du Code de commerce à une forme de « subordination ignorée »¹¹¹⁶. Ainsi que le constate un auteur « en établissant une hiérarchie entre les créances, les procédures d'ordre et les procédures de répartition par contribution utilisent incontestablement le mécanisme de subordination de créance ». Les financements subordonnés comme les procédures collectives entendent définir l'ordre applicable aux répartitions. Cette concurrence entraînera nécessairement un conflit entre les ordres de répartitions proposées. Il n'existe pas en droit français de règle imposant la prise en compte des accords de subordination en dehors des comités de créanciers. Comme le relève un auteur¹¹¹⁷, le périmètre de l'article L.626-30-2 et L.626-32 du Code de commerce est limité

- Ils ne visent que les procédures de sauvegarde et de redressement.

- Ils ne jouent par ailleurs qu'en cas de mise en place de comité de créancier.

On relèvera qu'une partie de la doctrine, notamment le professeur LUCAS, milite pour une extension du domaine de la prise en compte de la subordination dans le cadre de plan arrêté hors comités. Cet auteur affirme « qu'elle devrait s'appliquer à tous les plans, y compris ceux arrêtés par le tribunal sans constitution des comités, dès lors qu'elle ne fait qu'exprimer une règle de raison qui aurait pu s'imposer même dans le silence de la loi »¹¹¹⁸. Il est important de déterminer la résistance éventuelle des différentes formes de subordination hors

1115 R. Dammann et G. Podeur, « Les enjeux de la réforme des comités de créanciers », JCPE, 2009, n°47, p. 36 et s.

1116 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 139.

1117 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.133.

1118 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

des cas visés par l'article L. 626-30-2 du Code de commerce. En effet, on relèvera que malgré l'absence de texte dédié dans le titre VI du Code de commerce, la subordination ne semble pas être sans effet même en dehors de tout comité ou durant la liquidation judiciaire. Les financements structurés s'appuyant sur une subordination légale peuvent notamment s'appuyer sur des textes propres visant ces situations.

417. La résistance d'une subordination légale s'appuyant sur l'article L. 228-97 du Code de commerce dans le cadre d'une procédure collective. Comme le souligne un auteur, il est parfaitement envisageable de s'appuyer sur l'article L. 228-97 du Code de commerce pour mettre en place une stratification de subordination des créances efficace, y compris en dehors du périmètre de l'article L. 626-30-2 du Code de commerce. Cet auteur rappelle l'ordre qu'il convient de respecter au sein des créanciers hypo-chirographaires, les créances les plus « subordonnée » sont « les actions ordinaires ou privilégiées, puis les actions à dividende prioritaire sans droit de vote (...), les comptes courants bloqués, les TSS, puis les titres et prêts participatifs »¹¹¹⁹. Cet article prévoit que « lors de l'émission de valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance, il peut être stipulé que ces valeurs mobilières ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers, à l'exclusion ou y compris des titulaires de prêts participatifs et de titres participatifs ». La doctrine affirme clairement que la subordination mise en place via TSS est « opposable aux tiers sans discussion possible en cas de procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'encontre de (...) l'emprunteur »¹¹²⁰. Comme le souligne le sénateur MARINI¹¹²¹, les TSS ont par essence vocation à être efficace en cas de liquidation de l'émetteur et servir d' « amortisseur » complémentaire pour les créanciers. Les TSS ne sont pas le seul instrument permettant d'assurer l'efficacité de la subordination hors des comités de créanciers. Il est envisageable de mettre en place une subordination efficace via les outils de subordination « participatifs ».

418. La prise en compte de la subordination s'appuyant sur des titres participatifs lors des répartitions suite à une sauvegarde ou un redressement. Le professeur MARTIN-SERF souligne que « le prêteur participatif étant un créancier de dernier rang, il n'a pratiquement pas la moindre chance de récupérer le principal et la rémunération de son prêt en suivant les voies normales du déroulement d'une procédure collective diligentée contre

1119 M. Galland, « La subordination de dernier rang : régime et finalités des TSS », BJS, 2006, n°10, p.1116.

1120 M. Galland, « La subordination de dernier rang : régime et finalités des TSS », art. préc., spéc, p.1129.

1121 P. Marini, « La loi de sécurité financière : un an après juillet 2004 », Rapport du sénat, n° 431.

l'emprunteur (...) la frontière entre le prêteur et l'associé est ici bien tenue et les capitaux engagés courent le maximum de risques »¹¹²². La subordination participative influence de façon importante les répartitions. En matière de prêts participatifs, l'article L. 313-15 du Code monétaire et financier évoque le cas « d'un redressement judiciaire par cession de l'entreprise débitrice ». Ce texte s'appliquera au plan de cession arrêté dans le cadre de l'article L. 631-22 du Code de commerce. A l'exception de ce cas spécifique, la configuration du redressement judiciaire (et a fortiori la sauvegarde¹¹²³) n'est pas expressément considérée par le législateur comme un cas d'exigibilité des titres participatifs. Ce silence amène un auteur à conclure que le redressement judiciaire « n'active » pas le caractère subordonné des titres participatifs. Comme le souligne de nombreux auteurs, il ne faut pas pour autant comprendre que le prêt ne saurait être remboursé en dehors des cas énoncés par la loi, il pourra être acquitté à son terme comme tout autre prêts. Ce remboursement sera fait sans qu'il y ait lieu pour le débiteur de vérifier que l'ensemble des autres créanciers ont été payés¹¹²⁴. Si l'on considère la subordination comme une dérogation au principe de distribution du prix par contribution entre les créanciers. Il semble qu'au regard de l'adage « *exceptio est strictissimae interpretationis* », une éventuelle interprétation extensive du champ d'application de la subordination légale soit discutable. Si l'efficacité de la subordination participative est sujette à controverse lors de répartition intervenant durant les phases de sauvegarde ou de redressement judiciaire, elle est en revanche indiscutable lorsque ces répartitions interviennent durant une liquidation judiciaire.

419. La prise en compte de la subordination s'appuyant sur des prêts participatifs lors des répartitions suite à une liquidation. L'article L. 313-15 du Code monétaire et financier prévoit expressément le cas de la liquidation de prêt participatif. Selon cet article, « en cas (...) de liquidation judiciaire (...), les prêts participatifs ne sont remboursés qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers privilégiés ou chirographaires. Cette disposition d'ordre public s'impose au liquidateur. Une logique similaire existe en matière de titres participatifs.

1122 JCl. Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires des entreprises, fasc. 41-60, Effets à l'égard des créanciers prêteurs de capitaux, mai 2014, A. Martin-Serf.

1123 Il convient de noter que l'article L 313-15 du C. mon. Fin. est antérieur à la loi du 26 juillet 2005 sur la sauvegarde.

1124 Rép. Soc., Prêt participatif, mars 2011, J-F. Quievry, p. 4 ; JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. 1910, n° 22, prêts participatifs, septembre 2003, Y. Bachelot ; Contra, L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, 1991, Joly, p. 227.

420. **La prise en compte de la subordination s'appuyant sur des titres participatifs lors des répartitions suite à une liquidation.** Ce cas est à nouveau prévu par le législateur. Selon l'article L. 228-36 du Code de commerce « ces titres ne sont remboursables qu'en cas de liquidation de la société ou, à son initiative, à l'expiration d'un délai qui ne peut être inférieur à sept ans et dans les conditions prévues au contrat d'émission. Le remboursement des prêts participatifs interviendra alors « après désintéressement complet de tous les autres créanciers privilégiés ou chirographaires à l'exclusion des propriétaires de titres participatifs ». On retrouve enfin cette logique dans l'article L. 214-169 du code monétaire et financier qui évoque le cas d'une liquidation d'organisme de titrisation¹¹²⁵. Cet article affirme que « le règlement ou les statuts de l'organisme et tout contrat conclu pour le compte de l'organisme peuvent stipuler que les droits de certains créanciers sont subordonnés aux droits d'autres créanciers de l'organisme (...) Elles sont applicables même en cas de liquidation ». Lorsque la subordination des créances est reconnue ou organisée par la loi, l'efficacité de cette subordination n'est pas douteuse. Cette efficacité doit cependant être tempérée en raison du débat sur les éventuelles mesures permettant de corriger un paiement fait en violation de la subordination.

421. **La question de l'action corrective face à un paiement réalisé en violation de l'ordre défini par une subordination légale.** Comme nous l'avons vu, la subordination légale établit une hiérarchie entre les créanciers. Le mandataire devra en principe tenir compte de la subordination s'appuyant sur une source légale. Le mandataire devra cependant être particulièrement diligent dans le cadre de ces répartitions, car il pourrait être difficile en cas de paiement réalisé en violation de la subordination, de revenir sur ce paiement. Conformément à la jurisprudence traditionnelle¹¹²⁶, l'assignation en répétition de l'indu n'est recevable que dans un nombre de cas limité. En effet le plus souvent, les sommes versés par le liquidateur ne font qu'acquitter une des dettes du débiteur. Bien que certain auteur aient critiqué cette acception « trop étroite de la notion d'indu »¹¹²⁷, cette analyse semble aujourd'hui établit clairement en jurisprudence¹¹²⁸. On relèvera néanmoins comme le souligne

1125 Il convient de rappeler que le titre VI du code de commerce n'étant pas applicable à ces organismes, la liquidation évoquée dans l'article L. 214-169 du C. mon. fin n'est pas une liquidation judiciaire.

1126 Cass. com, 26 novembre 1985, n°84-16893, Bull. IV, n° 28.

1127 Cass. Com. 30 Octobre 2000, n° 98-10688, note M. Cabrillac, JCP G, février 2001, n°7-8 I 298 p.366 ; note S. Pierre, D., mai 2001, n°19, p.1527.

1128 Cass. Com. 30 Octobre 2000, n° 98-10688, note M. Cabrillac, JCP G, février 2001, n°7-8 I 298 p.366 ; note S. Pierre, D., mai 2001, n°19, p.1527.

le conseiller référendaire DELMOTTE¹¹²⁹ que les conditions d'applicabilité de l'action en répétition de l'indu diffèrent selon que l'accipiens est chirographaire ou privilégié¹¹³⁰. Dans le premier cas (illustré par un arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 17 novembre 1992), l'action en répétition sera envisageable si les conditions sont remplies. En revanche dans le second cas, le paiement intervenu entre le débiteur et le créancier privilégié est incontestablement causé, ce qui paralyse les éventuelles demandes faites sur le fondement de la répétition de l'indu (voir en ce sens l'arrêt de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 30 octobre 2000). Cette différence de traitement tient au fait qu'entre créanciers chirographaires le principe d'égalité des créanciers est applicable. En revanche cette règle ne joue pas face à des créanciers bénéficiant de « causes légitimes de préférence »¹¹³¹. La validité d'une demande en répétition de l'indu lorsque l'accipiens est un créancier subordonné (créancier « hypo chirographaire »¹¹³²) pourrait être sujet à débat. Pour savoir si l'action en répétitions de l'indu contre des créanciers subordonnés est ou non recevable, il convient de s'interroger sur le statut du créancier subordonné. Un auteur explique ainsi que « si l'on considère que les créanciers chirographaires sont tous les créanciers qui ne sont pas dotés d'un droit de préférence, alors les créanciers chirographaires et les créanciers subordonnés formeront une seule et même masse¹¹³³. Les juges leur opposeront l'égalité qui est censée régner entre eux. Ainsi si la notion de créancier privilégié est entendue dans une acception « stricte » (un créancier bénéficiant d'un droit prioritaire sur les autres créanciers nés d'un droit de préférence), le créancier subordonné (qui ne bénéficie d'aucun droit de préférence) n'est pas un créancier privilégié. Il doit donc être assimilé à un créancier chirographaire. Dans le cadre d'un conflit « entre chirographaires » (subordonnés ou non), les actions en répétition de l'indue seront envisageables.

A l'inverse, le même auteur souligne que si la notion de créancier privilégié est entendue de façon « large » (un créancier bénéficiant d'une priorité sur un autre, peu important que cette priorité soit née d'un droit de préférence à son profit ou d'une contre-préférence frappant l'autre créancier), la demande en répétition de l'indu face à des créanciers subordonnés ne pourra pas être accueillie¹¹³⁴. En effet « les créanciers chirographaires en

1129 P. Delmotte, «L'égalité des créanciers dans les procédures collectives», 2003, rapport de la Cour de Cass.

1130 S. Pierre, «L'indu et les erreurs de répartitions dans le cadre de la liquidation judiciaire», RPC, 2000, n°1, p. 1.

1131 C. Civ., Art. 2285.

1132 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 21.

1133 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.247.

1134 « Dès lors que le paiement est intervenu sans atteinte au principe de l'égalité des créanciers, inapplicable aux créanciers privilégiés, et que ce paiement, fait par erreur sur l'ordre des privilèges, n'ouvre pas droit à répétition, l'accipiens n'ayant reçu que ce que lui devait son débiteur », Cass Com. 30 octobre 2000, n°98-10688 ; note S. Pierre, D., mai 2001, n°19, p.1527 ; note M. Cabrillac, JCP G, février 2001, n°7-8 I 298 p.366.

présence de créanciers subordonnés tels que des prêteurs participatifs sont alors dans la même hypothèse que des créanciers privilégiés à l'égard de créanciers chirographaires »¹¹³⁵. Pour clore ce débat, le professeur LE CORRE avait proposé d'instaurer « une règle aux termes de laquelle le paiement effectué est fait sous réserve d'erreurs dans les répartitions »¹¹³⁶. Cette idée avait été reprise par un syndicat professionnel L'Institut Français des Praticiens des Procédures collectives (IFPPC)¹¹³⁷. L'ordonnance de 2014 semble s'inscrire dans cette logique. Dans l'article L.643-7-1 du Code de commerce, il est désormais prévu que « le créancier qui a reçu un paiement en violation de la règle de l'égalité des créanciers chirographaires ou par suite d'une erreur sur l'ordre des privilèges doit restituer les sommes ainsi versées ». On notera que cet article ne permet pas de clore totalement le débat. En effet, le positionnement de l'article au sein du titre IV du livre VI semble indiquer que cette règle ne serait applicable qu'aux répartitions intervenant durant une liquidation judiciaire. Pour les répartitions ayant lieu hors liquidation (notamment celle réalisée dans le cadre de l'article L.622-17 du Code de commerce), le débat reste ouvert. On peine d'ailleurs à comprendre ce qui motive cette différence de traitement entre les répartitions en fonction du type de procédure durant lequel elle intervient. L'absence de mécanisme permettant de corriger une erreur de paiement du mandataire dans l'ordre des répartitions n'est pas plus acceptable en sauvegarde qu'en liquidation. Il serait souhaitable de mettre en place une règle équivalente à celle de L.643-7-1 pour les autres cas de répartition. En attendant cet éventuel ajout législatif, le débat reste ouvert pour les répartitions n'intervenant pas en liquidation judiciaire.

Il convient de relever que, même si l'éventuelle répétition en cas d'erreur n'est pas simple, l'ordre des répartitions défini par le mandataire devra en principe prendre en compte la subordination légale. Comme le souligne un auteur « l'opposabilité de la subordination (légale) s'impose aux organes de la procédure. Ces derniers doivent en tenir compte dans l'ordre des remboursements et la répartition du produit de la liquidation sous peine d'engager leur responsabilité »¹¹³⁸. Cette idée est reprise par un praticien qui affirme que « lorsqu'elle est reconnue ou organisée par la loi, la validité comme l'efficacité de la subordination des créances n'est pas douteuse »¹¹³⁹. Force est de constater qu'à nouveau l'efficacité des financements structurés est assurée via une stratégie consistant à s'appuyer sur des textes

1135 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.248 et s.

1136 P. M Le corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2015/2016*, 8^{ème} ed., 2015, Dalloz action., p.1670 et s.

1137 P. M Le corre, « Les conséquences d'erreurs dans les répartitions : pour une évolution des solutions », la lettre juridique, 2013, n°552, p. 25.

1138 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 227.

1139 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141 p. 20.

légaux spécifiques dérogeant au droit traditionnel des procédures collectives¹¹⁴⁰. Cependant comme le souligne un auteur « la préférence et le déclassement légal n'épuisent pas toutes les hypothèses relatives à un paiement fait en violation de la hiérarchie établie par la subordination (...). En effet, lorsque le déclassement n'est pas reconnu par la loi, les solutions sont plus originales »¹¹⁴¹. Dans le cadre de la subordination contractuelle, c'est une seconde catégorie de stratégie juridique qui est retenue. Cette seconde stratégie, elle aussi très usitée en matière de financement structuré consiste à exploiter les limites des procédures collectives. Il convient de s'interroger sur l'efficacité de cette deuxième approche.

B. L'influence des mécanismes contractuels de subordination sur l'ordre des répartitions

422. **La subordination contractuelle et la répartition en cas de procédure collective.** La question de la prise en compte de la subordination se pose de façon distincte lorsque la source de cette subordination est purement contractuelle. En effet l'ordre de répartition fixé par la procédure collective, est considéré comme d'ordre public. Aucune dérogation conventionnelle ne semble a priori envisageable. On relèvera cependant qu'en matière de financement structurés, la convention mise en place n'est pas nécessairement une dérogation frontale à l'ordre des répartitions. On peut ainsi distinguer deux cas :

- les clauses s'opposant frontalement à l'ordre des répartitions fixé par les procédures collectives. Cette première configuration est notamment celle des clauses inspirées de la *contractual subordination* anglo-saxonne. Ces clauses prévoient que le créancier junior renonce à être payé en cas de procédure collective.
- les clauses impactant indirectement les répartitions, notamment en prévoyant une seconde répartition après celle prévue par la loi. Dans le second cas, le créancier junior s'engage à accepter les fonds versés par le mandataire judiciaire lors d'une distribution avant de rétrocéder ces sommes au créancier senior. Ces clauses sont inspirées de la *turnover subordination*.

423. **La prise en compte clauses de *contractual subordination* face à l'ordre public de répartition.** Lorsque les répartitions interviennent durant une liquidation judiciaire, l'article L.643-8 du Code de commerce prévoit que « le montant de l'actif, distraction faite des frais et dépens de la liquidation judiciaire, des subsides accordés au débiteur personne physique ou aux dirigeants ou à leur famille et des sommes payées aux créanciers privilégiés, est réparti

1140 Voir en ce sens « 2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective », p. 45.

1141 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p.248 et s.

entre tous les créanciers au marc le franc de leurs créances admises ». Comme le souligne le professeur LUCAS¹¹⁴², cette affirmation semble ne laisser que peu de place à un aménagement contractuel. D'autant plus que cette règle est considérée « de façon unanime par la doctrine comme d'ordre public »¹¹⁴³. Un auteur¹¹⁴⁴ s'appuyant sur un raisonnement à contrario considère que « les accords de subordination peuvent être ignorés par le liquidateur lorsqu'il apure le passif avec le produit de la réalisation de l'actif ». Selon cet auteur, les articles L.626-30-2 et L.626-32 du Code de commerce spécifiant explicitement que la subordination est prise en compte en matière de la plan de sauvegarde et de redressement arrêté dans le cadre des comités de créanciers, on pourrait considérer que le silence du législateur en matière de liquidation exclu une telle prise en compte en matière de liquidation.

On relèvera cependant que la jurisprudence en matière de prise en compte de la subordination durant une liquidation ne semble pas aussi tranchée. Un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 12 février 1985¹¹⁴⁵ affirme que « le syndic a pour fonction de répartir les sommes provenant de l'actif du débiteur (...) après avoir établi sous sa responsabilité l'ordre des créances en tenant compte des documents remis par les créanciers (...) en s'abstenant de tenir compte de ces documents, clairs et précis, dont la lecture devait lui permettre de déterminer l'ordre réel des privilèges (...) le syndic a commis une négligence ». Dans cet arrêt, la Cour d'appel a considéré que la responsabilité personnelle du liquidateur pouvait être retenue lorsque ce dernier omet de faire état d'une convention de rang passée entre deux créanciers privilégiés et de tenir compte de cette cession d'antériorité dans ses répartitions. Il convient cependant de noter que cette subordination intervient entre créanciers privilégiés et ne s'oppose pas frontalement à l'article L. 643-8 du Code de commerce qui prévoit une répartition « au marc le franc » uniquement pour les créances chirographaires. Malgré l'apport limité de la jurisprudence sur le sujet, certains auteurs soutiennent que le liquidateur devrait prendre en compte ces clauses dans le cadre de la répartition des produits de la liquidation.

424. La prise en compte des clauses de *contractual subordination* et le rôle de représentant du débiteur incombant au liquidateur. Il est possible de soutenir que le liquidateur judiciaire, est en qualité de représentant du débiteur¹¹⁴⁶, tenu par les engagements

1142 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

1143 O. Assant et A. McClean, « La subordination des créances face aux procédures collectives », Opér. Fin, 2007, n°39, p. 4.

1144 M. Bali, *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012, p. 133.

1145 CA Paris, 12 Février 1985, n° 1985-020516, Chevrier / Ratero.

1146 « Le liquidateur judiciaire (...) représente le débiteur », Cass. Com, 25 septembre 2012, n°11-30018 ; note

de ce dernier. Ainsi un auteur souligne que « le liquidateur se trouve investi des droits et tenu des obligations du débiteur. Il doit donc, lorsqu'il établit l'ordre des créanciers mettre le promettant en mesure de respecter sa promesse, c'est-à-dire tenir compte (...) de la subordination »¹¹⁴⁷. Cette idée est reprise par le professeur LUCAS qui considère que « l'on peut objecter que le liquidateur, en ce qu'il représente le débiteur, peut se voir opposer les engagements que celui-ci a contracté et en particulier ceux qui donnent vie à la structuration du passif »¹¹⁴⁸. Ce qui impliquerait que lorsque le débiteur est partie à l'accord de subordination, ce dernier devrait être pris en compte lors de la liquidation malgré le caractère impératif de l'ordre des répartitions. Comme le souligne le professeur LUCAS, « l'hésitation est donc permise et les deux thèses peuvent être soutenues »¹¹⁴⁹. Il nous semble qu'une lecture optimale devrait permettre de concilier les deux impératifs. Il convient donc de déterminer s'il est possible pour le liquidateur de respecter des engagements du débiteur sans pour autant porter atteinte aux droits des autres créanciers.

425. La contractual subordination et la répartition en cas de procédure collective : une menace potentielle pour les créanciers tiers. L'un des premiers éléments à prendre en compte pour reconnaître ou non l'accord de subordination est de déterminer si ces derniers nuisent au tiers. En effet, ces accords entre créanciers sont souvent occultes pour les tiers. En l'absence d'information, il semblerait donc logique que les tiers à l'accord ne souffrent pas de ce dernier. En l'absence de charge additionnelle pour la procédure collective, comme le souligne un auteur la subordination ne porte pas atteinte à l'égalité des créanciers¹¹⁵⁰. De prime abord, les fonds perçus par les seniors sont prélevés sur la part qui aurait dû être versé aux juniors. L'accord de subordination ne générera pour la procédure aucune charge supplémentaire. On notera cependant que le raisonnement est discutable. Outre l'effet *inter partes* de la mise en place d'une subordination, cette forme de subordination pourrait avoir un impact sur les créanciers tiers. En premier lieu, on pourrait envisager le cas de créanciers junior bénéficiant d'une garantie. Comme le souligne un auteur « la relation de subordination particulière et l'octroi d'une sûreté réelle sur le patrimoine du débiteur apparaissent

N. Mathey, Rev. Sociétés, juillet 2013, n°7-8, p. 436 ; note N. Tagliarino-Vignal, BJE, janvier 2013, n°1, p. 15 ; note FX. Lucas, BJS, décembre 2012, n°12, p. 870.

1147 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p. 236.

1148 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73 et s.

1149 F-X Lucas, « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », art. préc., p. 73 et s.

1150 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002, p.224.

parfaitement compatible »¹¹⁵¹. La jurisprudence a même validé la mise en place de cautionnement dans le cadre de financement soumis à une subordination générale¹¹⁵².

Dans cette configuration, le créancier junior capterait un dividende issu de la procédure avant de rétrocéder les fonds à un créancier chirographaire senior dans le cadre de l'accord de financement. Les éventuels créanciers privilégiés dont le rang serait inférieur à celui du créancier junior se verraient alors indirectement primé par un créancier chirographaire. Cet accord de subordination serait pour reprendre la formule ironique d'un auteur américain « un accord entre A et B certifiant que C n'aura rien »¹¹⁵³. Cette première configuration constituerait une atteinte frontale à l'article L.643-8 du Code de commerce et serait vraisemblablement inopérante. Mais on peut se demander si au-delà de cette configuration spécifique, la *contractual subordination* ne risque pas de constituer de façon systématique une atteinte aux intérêts des créanciers tiers. En effet la subordination comme nous l'avons constaté paralyse l'amortissement du capital des créances junior. Le capital ne s'amortissant pas, la base de calcul des intérêts des créances juniors reste maximale. Certes le capital des créanciers seniors se réduit d'autant que le capital des créanciers junior est maintenu, mais par nature le taux d'intérêt sur les créances junior est plus important que celui des créanciers senior¹¹⁵⁴. Ce point n'aura aucun impact dans le cadre de contrat de prêt de moins d'un an car, dans cette configuration les intérêts cesseront de courir. Cependant la configuration où les prêts portent sur une durée supérieure à un an (configuration qui reste la plus classique dans le cadre de financements structurés), le coût pour le débiteur de la subordination sera égal au montant du capital non amorti, multiplié par le différentiel entre le taux d'intérêt de la créance senior et celui de la créance junior. Si une telle menace semble réelle, son impact en période de liquidation paraît moindre (en effet la période durant laquelle les intérêts continueront à courir est relativement réduite). Dans ce contexte, la *contractual subordination* pourrait être fragilisée. Il semble en revanche que les clauses de *claw back* ou de *turnover subordination*, qui peuvent accompagner une *contractual subordination* ou fonctionner de façon autonome, soient plus efficaces.

426. Les clauses de type *turnover subordination* et la répartition en cas de procédure collective. Comme souvent, les financements structurés exploitent les limites des procédures

1151 A. Multrier-Trebulle, *La notion de subordination de créance*, op. cit., spéc., p. 206.

1152 Cass. Com 20 mai 1997, n°95-13513, Bull. Civ. IV n°152; note JF Barbière, BJS, août 1997, n°8, p. 808.

1153 E.-M. Kieninger, *Security Rights in Movable Property in European Private Law*, 2004, Cambridge University Press, p. 6 et s., citant M. Lopucki.

1154 C. Théron, « la loi de sauvegarde à l'épreuve des hedge funds et de leur ingénierie financière », Déc. Strat. Fin. Dr, 2008, n°99, p.53.

collectives pour atteindre leurs objectifs, la mise en place des clauses de *turnover subordination* en constitue l'un des exemples les plus frappants. Dans cette forme spécifique de subordination, inspirée du droit américain, le créancier junior s'engage à reverser les sommes perçues aux créanciers seniors. Le paiement a ainsi lieu après la répartition prévue par la procédure collective. Parmi les dispositions les plus courantes en matière de conventions de subordination, les praticiens relèvent notamment des clauses prévoyant le « paiement à l'agent des sûretés par les créanciers subordonnés de toutes les sommes reçues en infraction des règles de la convention entre créanciers, pour assurer un paiement dans l'ordre de priorité convenu ». Comme le souligne ces mêmes praticiens « cette disposition (...) s'applique spécifiquement dans le cadre de procédure collective pour pallier [à] un éventuel refus du liquidateur de donner effet à la convention entre créanciers »¹¹⁵⁵. Pourtant certains auteurs doutent de l'efficacité des clauses de *turnover subordination*¹¹⁵⁶. Pour déterminer la validité de la *turnover subordination*, il convient d'analyser l'approche retenue dans le cadre de ce type de subordination.

427. **Les clauses de type *turnover subordination* : une stratégie juridique exploitant les limites de la procédure collective.** On relèvera que la procédure collective n'est pas directement perturbée par la mise en place d'une *turnover subordination*. En tentant d'organiser la relation entre deux créanciers in bonis (le créancier senior selon la règle contractuelle et celui qui a perçu les dividendes en vertu de l'ordre des répartitions des procédures collective), plutôt que celle entre le créancier senior et le débiteur, l'ordre de réparation des financements structurés se superpose à celui de la procédure collective. Cette méthode permet d'éviter l'opposition frontale. Le fonctionnement des clauses de *turnover subordination* est décrit par un praticien comme comportant deux étapes distinctes : « à compter de l'ouverture de la procédure au bénéfice de la société de projet, la règle s'inverse pour ce qui est des créances subordonnées : les sommes dues au titre de celles-ci doivent être payées, mais leur produit doit être restitué au créancier prioritaire »¹¹⁵⁷.

428. **La *turnover subordination* : une première phase respectueuse du droit des procédures collectives.** En effet, la répartition se déroule dans un premier temps comme

1155 R. Allouche et R. Richard « Les garanties dans les financements à effet de levier », RDBF, 2008, n° 3, p. 90 et s.

1156 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 144.

1157 G. Ansaloni et V. Haubert-Mcgetrick, *Le financement de projet: enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque, p. 143.

prévue par le livre VI du Code commerce. Les créanciers seniors comme juniors sont réglés conformément à l'ordre des répartitions fixé par le droit des procédures collectives. Pour les créanciers qui ne sont pas partie à l'accord, ce dernier n'aura aucune influence directe, il ne générera pour la procédure aucune charge supplémentaire. En effet les sommes versées aux juniors, correspondent à celles qui lui sont dues.

429. **La turnover subordination : une seconde phase échappant aux règles du droit des procédures collectives.** Dans un second temps, un versement intervient entre le créancier junior et senior. Ces deux créanciers sont en principe « in bonis », l'attraction de la procédure collective de leurs débiteurs communs envers un rapport entre deux parties dont aucune n'est débiteur de la procédure semble extrêmement discutable. Car, comme le souligne un auteur « la nature du droit des procédures collectives (...) vise essentiellement à encadrer les relations entre un débiteur failli et ses créanciers et non pas celles susceptibles d'intervenir entre créanciers »¹¹⁵⁸. Certains praticiens s'appuient notamment sur ce raisonnement pour affirmer la neutralité des clauses « d'intercreditor agreement » envers la procédure collective. Un auteur considère que « cette convention de subordination semble a priori neutre pour la procédure collective puisqu'il s'agit seulement, entre les prêteurs d'organiser leurs relations dans le cadre d'*intercreditors agreements* »¹¹⁵⁹. Cette idée est reprise par un praticien qui affirme que « (la subordination particulière) qui opèrent entre deux créanciers ou groupes de créanciers, est neutre pour les autres créanciers »¹¹⁶⁰. Il semble difficile de déroger aux règles traditionnelles du droit des obligations et notamment l'effet relatif du contrat posé par l'article 1165 du Code civil. Au mieux si la subordination est occulte, pourrait-on envisager de considérer que cette seconde répartition constitue une forme de simulation. La clause « d'intercreditor agreement » serait considérée comme une « contre-lettre » face à l'acte apparent que constituerait l'apparente acceptation de la répartition prévue par la procédure collective. On retrouve alors les contraintes posé par l'article 1321 du Code civil qui affirme que « les contre-lettres ne peuvent avoir leur effet qu'entre les parties contractantes ; elles n'ont point d'effet contre les tiers ». Dans cette configuration la contre-lettre aurait vocation à jouer entre les parties à l'accord de subordination. Pour ce qui est de l'effet sur les tiers, on se heurte à nouveau à la conclusion précédemment évoquée : le jeu est à somme nulle pour les créanciers tiers. L'absence d'effet ne présente donc pas d'effet contraignant. « La clause de

1158 L. Faugérolas, « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 237.

1159 C. Théron, « la loi de sauvegarde à l'épreuve des hedge funds et de leur ingénierie financière », Déc. Strat. Fin. Dr, 2008, n°99, p.53.

1160 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 25.

transfert ne concerne que les rapports bilatéraux entre créanciers et si l'un d'entre eux a méconnu son obligation contractuelle, sa sanction en cas d'inexécution de celle-ci n'influerait nullement sur le redressement de l'entreprise. »¹¹⁶¹. Dans cette configuration, l'efficacité de la clause de *claw back* semble difficilement discutable.

Dans la plupart des configurations de procédure collectives, les mécanismes issus des financements structurés influence les répartitions. Cette efficacité est-elle problématique ? Dans la majorité des configurations, l'ordre des répartitions défini par les procédures collectives assure aux créanciers considérés comme les plus importants (salariés, créanciers postérieurs utiles...) un paiement prioritaire. Sous réserve que ces créanciers spécifiques conservent leurs priorités, il n'existe aucun obstacle théorique pour que certains créanciers aménagent leurs relations *inter creditor* pour définir un ordre de répartition contractuelle. Comme nous l'avons vue, les différentes clauses accompagnant les contrats de financement permettent aux créanciers d'anticiper les difficultés notamment grâce à des *covenants* assurant leurs informations et leurs permettent de réagir notamment en leur permettant dans certaines configurations de bénéficier du droit « d'accélérer »¹¹⁶². La mise en place d'un financement structuré pousse les créanciers à s'informer voire à s'impliquer dans la gestion du débiteur. La frontière entre le créancier et l'actionnaire devient alors poreuse¹¹⁶³. Cette porosité entraîne pour le créancier un risque : celui de se voir assimilé à un associé et de voir sa responsabilité mise en cause en cas d'échec de la restructuration.

Section 2. La responsabilité des financeurs

430. **La responsabilité des financeurs.** Comme le souligne le professeur LUCAS, les montages dont les flux financiers ne sont plus suffisants pour assurer le service de la dette d'acquisition « constituent un véritable danger pour ceux qui les ont conçus et financés, la faillite de l'opération pouvant être l'occasion de rechercher des responsabilités visant à indemniser la collectivité des créanciers »¹¹⁶⁴. Ce risque est particulièrement marqué en matière de financement d'acquisition. La jurisprudence propose une définition du LBO. C'est un « système de financement où le prêt est remboursé par les résultats dégagés par la société

1161 M. Douaoui-Chamseddine, « Le plan de sauvegarde et les accords de subordination : les atteintes aux droits des créanciers seniors », RDBF, 2012, n°6, p. 11 et s.

1162 Voir sur le sujet de la validité de ce type de clause « A. Les financements structurés et ouverture directe de la procédure collective », p. 174.

1163 Voir sur le sujet de la possible confusion entre le statut de créancier et celui d'associé « B. Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé » », p. 108.

1164 F.X. Lucas, « Responsabilité d'une banque qui finance un LBO ruineux », BJS, 2013, n°4, p. 267 et s.

ainsi acquis »¹¹⁶⁵. En s'appuyant sur cette définition un auteur affirme que « l'une des caractéristiques d'un LBO est en effet de faire supporter, via ces distributions de dividendes, à la société rachetée le coût financier de sa propre reprise (...), Un LBO est donc, sous cet angle (...) une opération de « vampirisme financier »¹¹⁶⁶ ». On recherchera alors fréquemment la responsabilité des financiers du fait de la structure financière déséquilibrée. La recherche de responsabilité pourra inquiéter « d'une part, au niveau des investisseurs en capital, (...) d'autre part, au niveau des prêteurs » (1§). Les prêteurs pourront néanmoins tenter de s'appuyer sur le principe d'immunité des prêteurs pour échapper aux éventuelles actions en responsabilité (2§).

1§. Les financements structurés et la mise en œuvre de la responsabilité des prêteurs

431. **L'influence l'écran de l'entité *ad hoc* sur la responsabilité des financeurs.** Il convient en premier lieu de rappeler que les structures de financement sont en principe organisées de façon à protéger leurs actionnaires contre un risque de mise en cause de leurs responsabilités. L'écran de l'entité *ad hoc* ne semble toutefois pas être un rempart absolu contre le risque de mise en cause de la responsabilité des financiers (A). La responsabilité des financiers sera néanmoins rarement mise en cause car il faudra établir un investissement « fautif » (B) avant de démontrer que le financement a été réalisé dans l'un des cas permettant d'écarter le principe d'immunité des prêteurs.

A. La responsabilité des financiers : l'écran de l'entité *ad hoc*

432. **Les limites de la protection offerte par l'entité *ad hoc* en matière de responsabilité.** Comme nous l'avons déjà vu¹¹⁶⁷, le montage classique en matière de financement structuré consiste à créer un véhicule qui porte les financements (hold-co) et une autre entité en charge de l'exploitation (op-co). Ce montage a notamment pour atout de permettre de créer un écran entre la société financée et la société d'exploitation. Cet écran avait pour but de protéger les financiers d'une éventuelle action en responsabilité en cas de défaillance de la société d'exploitation. Cette logique pouvait s'appuyer sur la jurisprudence de la Cour de cassation¹¹⁶⁸ qui affirmait que, même en cas d'extension de procédure pour

1165 CA Paris, Ch. 9, Pôle 5, 16 janvier 2014, JD n°2014-000905.

1166 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », Dr. et Patr., 2014, n° 239, p. 18 et s.

1167 Voir en ce sens A. « Un outil de modification de l'actif : les entités *ad hoc* » p. 26.

1168 Cass. com., 30 septembre 2008, n° 07-17384 ; note R. Routier, Rev. Sociétés, avril 2009, n°2, p. 422 ; note

confusion des patrimoines, la recherche de responsabilité de la banque devait se faire dans le respect du principe d'autonomie patrimoniale des différentes sociétés du groupe. La recherche de responsabilité de la banque devait se faire séparément pour chacune des sociétés du groupe. Malgré cette analyse respectant l'autonomie patrimoniale de chacune des entités du montage, la jurisprudence a souvent considéré avec méfiance les financements LBO. Ainsi la Cour d'appel de Paris avait condamné certains membres du conseil d'administration à supporter une partie de l'insuffisance d'actif d'une « société Y (...) [qui] n'a jamais eu aucune activité réelle, ne constituant qu'une holding constituée pour la reprise de la société X (...) dont l'objet unique était de recevoir des dividendes de cette petite fille (via la société Z) pour faire face aux échéances du prêt à long terme de 125MF souscrit dans le cadre du LBO »¹¹⁶⁹. La jurisprudence récente de la Cour de cassation pourrait amener à un risque plus important de mise en cause de la responsabilité en facilitant la recherche de responsabilité des financiers de la holding en cas de difficulté de la société opérationnelle.

433. La remise en cause de l'autonomie patrimoniale en matière de LBO. Une jurisprudence récente semble aller plus loin et fragiliser les financements à effet de levier. Comme le soulignent certains praticiens¹¹⁷⁰ « le financement de LBO ne peut pas ignorer l'intérêt du groupe. C'est même contre nature car le remboursement de la dette d'acquisition dépend essentiellement de la capacité de la société opérationnelle de faire remonter des dividendes ». Cette dépendance de la holding vis-à-vis de la société cible est de l'essence même du montage du LBO. Ce lien entre la mise en place de la dette d'acquisition et le prélèvement d'une part des revenus générés par la société cible est connu de tous. Comme le soulignent certains auteurs « les prêteurs (...), senior mais aussi junior, (...) sont des professionnels avertis dans le domaine de l'ingénierie financière, sont par hypothèse pleinement conscients que le remboursement de leurs créances ne pourra résulter que d'une remontée financière de la cible rachetée »¹¹⁷¹. Ces auteurs relèvent d'ailleurs que « dans un LBO, la holding de reprise n'ayant en général pas d'activité propre, le remboursement [de son endettement] ne peut qu'être indirectement supporté par sa ou ses filiales (la ou les sociétés reprises) ». Un arrêt rendu par la Cour de cassation le 8 janvier 2013 admet « qu'une banque

F. Reille, GP, janvier 2009, n°21-22, p. 26 ; note D. Legeais, RTD Com, janvier 2009, n°1, p. 191 ; note P. Pétel, JCP E, janvier 2009, n°1, p. 32.

1169 CA Paris, Ch. 9, Pôle 5, 16 Janvier 2014, JD n°2014-000905.

1170 F. Abitbol, R. Dammann, M. Menjucq, et M. Sénéchal « Les banques face aux difficultés des entreprises », RPC, 2013, n° 5, p. 88 et s.

1171 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », Dr. et Patr., 2014, n° 239, p. 18 et s.

puisse répondre de l'insuffisance d'actif d'une filiale à laquelle elle n'a rien prêté directement mais dont elle a provoqué les difficultés en obligeant la holding constituée pour prendre son contrôle à piller ladite filiale en vue de faire face à ses obligations au titre de l'amortissement de l'emprunt bancaire contracté »¹¹⁷². Comme le souligne le professeur LUCAS, l'arrêt accepte « que l'on procède à une sorte de consolidation de l'insuffisance d'actif évaluée dans sa globalité pour l'ensemble du groupe, en vue de caractériser la faute puis de chiffrer le préjudice causé à la collectivité des créanciers des différentes sociétés et ainsi d'évaluer le montant de la réparation due par la banque ». Il convient d'être attentif aux termes employés par la Cour de cassation dans cet arrêt pour pouvoir percer le « voile sociétaire » et écarter le principe de l'autonomie patrimoniale des filiales d'un groupe. L'arrêt précise que la société avait été « spécialement créée dans le cadre du montage mis en place, était la seule emprunteuse, elle n'avait aucune activité financière et ne pouvait assurer ses remboursements que grâce aux sommes versées par la société (opérationnelle) ». L'arrêt reprend les éléments caractéristiques d'une entité *ad hoc* (ou « SPV »)¹¹⁷³. La Cour souligne qu'entre les sociétés holding (qui par définition ne peuvent rembourser seule les dettes qu'elles souscrivent) et les sociétés d'exploitation, il n'existe pas de véritable autonomie patrimoniale. Le professeur LUCAS explique que la mise en place de l'importante dette d'acquisition au niveau de la holding entraîne de façon mécanique « une ruine de la filiale [opérationnelle] « par ricochet » ». Cet arrêt précise que « le banquier doit prendre en considération, lors de l'octroi du crédit, la situation de la société emprunteuse, mais aussi celle des sociétés auxquelles elle est liée ». Comme l'explique le professeur LUCAS « le fait de consentir un crédit ruineux à une société mère et de l'obliger, pour le rembourser, à provoquer la défaillance de sa filiale, permet de considérer que (...) ce financement ruineux (...) a provoqué ladite défaillance »¹¹⁷⁴. Cette vision large du lien de causalité entre le prêt ruineux opéré au profit de la holding et l'insuffisance d'actif de la société filiale facilite la mise en cause des prêteurs. Il convient néanmoins de rappeler que la responsabilité des prêteurs ne sera pas systématiquement mise en cause en cas d'échec du financement. Il faudra au préalable établir une faute des financiers et écarter le principe d'immunité des prêteurs.

B. La responsabilité des financiers : les conditions spécifiques de mise en œuvre

1172 F.X. Lucas, « Responsabilité d'une banque qui finance un LBO ruineux », BJS, 2013, n°4, p. 267 et s.

1173 Voir en ce sens A. « Un outil de modification de l'actif : les entités *ad hoc* » p. 26.

1174 F.X. Lucas, « Responsabilité d'une banque qui finance un LBO ruineux », BJS, 2013, n°4, p. 267 et s.

434. **La nécessité de caractériser une faute : le prérequis à la recherche de la responsabilité des financiers.** Lors de la mise en place du principe de non-responsabilité dans le cadre de l'article L. 650-1 du Code de commerce, la doctrine s'était divisée¹¹⁷⁵ sur le point de savoir si ces nouvelles conditions venaient se cumuler avec celles du régime classique de la responsabilité délictuelle pour soutien abusif ou si elles venaient se substituer à ces dernières. Pour certains praticiens, « les trois exceptions sont de simples (...), causes de déchéance de la protection accordée par l'article L. 650-1 du Code de commerce. Une fois cette étape préliminaire franchie, le demandeur doit établir la responsabilité du créancier en application du droit commun »¹¹⁷⁶. La Cour de cassation a tranché ce débat en affirmant que ces conditions étaient cumulatives. La Cour a souligné que « les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis, sauf les cas de fraude, d'immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou de disproportion des garanties prises, que si les concours consentis sont en eux-mêmes fautifs »¹¹⁷⁷.

435. **L'influence de la mise en place d'un financement structuré dans la caractérisation de la faute des prêteurs.** Comme le souligne un auteur, « la logique du droit des procédures collectives peut (...) produire des conséquences désastreuses (...) [sur les] LBO lorsque la holding est mise en liquidation judiciaire. Le montage financier (...) révèle alors ses failles qui sont présentées par le liquidateur judiciaire comme des fautes. »¹¹⁷⁸. Cependant comme le rappellent certains spécialistes « ce sont (...) les excès du LBO qui sont condamnables mais pas le principe »¹¹⁷⁹. Il est donc important de « déterminer un critère à partir duquel il est permis de considérer un LBO comme étant trop tendu, par voie de conséquence dangereux et donc susceptible de caractériser une faute des financiers qui l'ont conduit ou accompagné. »¹¹⁸⁰.

1175 En faveur de la vision cumulative on citera P.M Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives*, Ed. Dalloz Action, 2012/2013, n° 834.12 et P. Crocq, « Sûretés et proportionnalité », *Mélanges Simler, Litec-Dalloz*, 2006, p. 291. A l'inverse en faveur d'une substitution des conditions de C. com. art. L650-1 à celle de la responsabilité, on trouvait D. Legeais, « Les concours consentis à une entreprise en difficulté », *JCP E*, 2005, n°42, p. 1510 et D. Robine, « L'article L. 650-1 du code de com. : un « cadeau » empoisonné ? », *D.*, 2006, p. 69.

1176 R. Dammann et A. Rapp « La responsabilité pour soutien abusif de l'article L. 650-1 du code de commerce: la fin des incertitudes », *D.*, 2012, n°22, p. 1455 et s.

1177 Cass. Com. 27 mars 2012, n°10-20077 ; note A. Lienhard, *D.*, mars 2012, n°14, p. 870 ; note D. Legeais, *JCP E*, avril 2012, n°17, p. 34.

1178 A. Martin-Serf, « Faute de gestion. Société débitrice holding sans activité réelle dont l'objet unique était un LBO », *RPC*, 2014, n°6, p. 49 et s.

1179 F. Abitbol, R. Dammann, M. Menjucq, et M. Sénéchal « Les banques face aux difficultés des entreprises », *RPC*, 2013, n° 5, p. 88 et s.

1180 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », *Dr. et Patr.*, 2014, n° 239, p. 18 et s.

436. **Les paramètres à prendre en compte pour établir un investissement fautif.** La jurisprudence a reconnu à plusieurs reprises que la capitalisation trop faible d'une société pouvait constituer une faute susceptible d'engager la responsabilité des associés de la société. On pourra à titre d'exemple citer l'attendu de la Cour d'appel de Rouen qui affirmait que « l'extrême modicité du capital social portait en elle-même les germes des difficultés qui allaient être révélées aux associés dès leur première assemblée générale (...) que la mise en fonctionnement de la société dans de telles conditions témoigne d'une légèreté certaine » avant de conclure que « l'audace à entreprendre, louable en soi, devient imprudence fautive si elle n'est pas suivie par un minimum de moyens »¹¹⁸¹. Si un investissement mal calibré semble constituer une faute de l'actionnaire, il est plus difficile de déterminer le périmètre de la notion de « concours fautif » du prêteur. Il existe quelques standards financiers notamment sur les ratios de fond propre/dette. Certains spécialistes considèrent « que la relation qui s'établit entre capitaux propres et capitaux empruntés doit être de l'ordre de 50/50 »¹¹⁸². Il semble difficile de définir un niveau d'endettement ou de fonds propres qui serait fautif per se. Il est important que le plancher de fonds propres soit « apprécié au cas par cas en fonction des caractéristiques de la cible »¹¹⁸³. On admettra plus facilement un niveau de dette important lorsque la cible dégager des flux financiers réguliers, possèdent d'importants actifs et évolue dans un secteur réputé résilient aux cycles économiques. Comme l'explique un auteur dans certains cas, « le choix même de mettre en place une opération de LBO (...) interpelle » notamment lorsque la cible ne présente pas « les garanties suffisantes, quant aux profits futurs, pour que le succès soit au rendez-vous. »¹¹⁸⁴. Dans cette configuration, la constitution du montage pourrait être considérée comme fautive. Outre les fonds propres de la société, il convient, comme l'affirme le professeur LUCAS, de prendre en compte la capacité de la société cible à dégager des fonds. Ainsi « une banque commet incontestablement une faute lorsqu'elle octroie un crédit à une holding de rachat en sachant que la ou les filiales contrôlées ne sont pas en mesure de procurer des fonds suffisants pour faire face à la charge de remboursement de l'emprunt »¹¹⁸⁵. Comme le souligne les professeurs BERTREL-BOURGEOIS et BERTREL « financer dans de telles conditions un LBO (en prêtant de façon

1181 CA Rouen, 20 octobre 1983; note J.-J. Daigre. Act. fid., juin 1985, p. 21.

1182 Lamy droit du financement 2016, J. Devèze, A. Couret, I. Parachkévova, T. Poulain-Rehm et M. Teller, n°429.

1183 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », Dr. et Patr., 2014, n° 239, p. 18 et s.

1184 N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », BJE, 2014, n°1, p. 41 et s.

1185 F.X Lucas, « Responsabilité d'une banque qui finance un LBO ruineux », BJS, 2013, n°4, p. 267 et s.

excessive) peut (...) être constitutif d'une faute, lorsque les ponctions sur la cible sont d'une importance telle qu'elles contribuent à la ruiner »¹¹⁸⁶. Ces mêmes auteurs affirment que certaines méthodes ne peuvent pas être considérées comme des méthodes valables pour assurer le remboursement de la dette. Ainsi si le remboursement la dette n'est envisageable qu'au prix d'un « pillage des réserves » de la société cible ou de nombreuses cessions d'actifs (mise en place d'une opération de « sales and lease back » sur les locaux industrielles...), les prêteurs s'exposent à voir leurs concours considérés comme fautifs. On rappellera qu'aucune de ces opérations n'est condamnable en soit, mais que la combinaison de ces opérations pour les seules besoins du service de la dette peut en revanche être qualifiée de faute. Il semble donc que, dans certains cas, la remontée de dividendes puisse être fautive. La Cour d'appel de Lyon dans un arrêt du 29 juillet 2013 relève ainsi que « les remontées de dividendes ont constitué le nœud des difficultés ayant conduit à la cessation des paiements »¹¹⁸⁷. Cette faute a parfois été considérée par la jurisprudence comme ayant un lien de causalité avec les difficultés financières. La Cour de cassation a ainsi précisé dans un arrêt du 16 décembre 2014 que « l'opération obligeant la société à verser chaque année des dividendes importants à la société (holding d'acquisition) pour lui permettre de rembourser les emprunts contractés pour l'acquisition des actions, (...) était la cause des difficultés financières du groupe »¹¹⁸⁸. Dans cette configuration, l'article L.651-2 du Code de commerce permet au tribunal « en cas de faute de gestion ayant contribué à cette insuffisance d'actif, (de) décider que le montant de cette insuffisance d'actif sera supporté, en tout ou en partie, par tous les dirigeants de droit ou de fait, ou par certains d'entre eux, ayant contribué à la faute de gestion. ». Dans le cas de remontés excessives de dividendes, on peut s'interroger sur l'identité du responsable : le dirigeant de la société cible, celui de la holding d'acquisition ou les éventuelles prêteurs. La question du responsable en cas d'échec d'une opération d'achat avec effet de levier a été largement discutée dans la récente affaire «Thor »¹¹⁸⁹. Dans cette affaire, la société Thor Investissements (holding) avait réalisé l'acquisition avec effet de levier de la société Thor (société cible). Selon le schéma classique du LBO, la dette supportée par la holding d'acquisition est remboursée via des remontés de dividendes de la société cible. Suite à la perte de deux marchés importants, la société cible n'est plus en mesure d'assurer les remontés

1186 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », art. préc., p. 18 et s.

1187 CA Lyon, 29 juill. 2013, n° 10/09151 ; note N. Borga et T. Favario, BJE, 2014, n°1, p. 41.

1188 Cass. Com. 16 décembre 2014, n° 13-25.028 et n° 13-25.029 ; note D. Poracchia, Rev. Sociétés, juin 2015, n°6, p. 391 et s.

1189 Cass. Com. 16 décembre 2014, n° 13-25.028 et n° 13-25.029 ; note D. Poracchia, Rev. Sociétés, juin 2015, n°6, p. 391 et s.

de dividendes et la holding d'acquisition n'est plus en mesure de rembourser la dette d'acquisition. Après avoir été placées en redressement judiciaire, ces deux sociétés sont finalement mises en liquidation judiciaire le 9 novembre 2006. Le liquidateur judiciaire de chacune de ces sociétés assigne les anciens dirigeants de ces sociétés sur le fondement de l'article L. 651-2 du Code de commerce. La Cour d'appel de Lyon, par deux décisions du 29 juillet 2013¹¹⁹⁰, considère qu'aucun des dirigeants en cause n'a commis de faute de gestion. Le liquidateur de chacune des sociétés forme deux pourvois en cassation, lesquels sont rejetés par la Chambre commerciale¹¹⁹¹. Cette absence de responsabilité des acteurs ayant participé au LBO « interpelle »¹¹⁹² une partie de la doctrine. Il semble pertinent de revenir sur les raisons qui ont permis d'exonérer l'ensemble des acteurs d'une éventuelle responsabilité dans l'échec du montage.

437. **La responsabilité du dirigeant de la cible.** Le premier responsable potentiel d'une faute de gestion était naturellement le dirigeant de la société cible. En effet, il est en principe le défenseur des intérêts de la société d'exploitation. Pourtant afin d'établir sa responsabilité, la Cour d'appel de Lyon avait considéré nécessaire de « déterminer l'autonomie de décision des dirigeants visés par le liquidateur judiciaire, s'agissant de ces orientations stratégiques erronées »¹¹⁹³. Ce contrôle de « l'autonomie » du dirigeant de la société cible avait déconcerté une partie de la doctrine¹¹⁹⁴. En effet, le raisonnement retenu par la Cour d'appel de Lyon pouvait aboutir à « absoudre un dirigeant social de toute faute » du fait « de son absence de pouvoir de décision réelle »¹¹⁹⁵. Comme le souligne un auteur, « retenir l'absence d'autonomie de décision » revient à nier les qualités élémentaires d'indépendance et de diligence attendues de tout dirigeant social»¹¹⁹⁶. Dans un contexte d'acquisition par effet de levier, cette pression de l'associé majoritaire est exacerbée. Le financement LBO contraint les dirigeants de la société cible à faire remonter suffisamment de cash auprès de la holding pour assurer le remboursement de la dette d'acquisition. Or en dehors d'une distribution de

1190 CA Lyon, 29 juill. 2013, n° 10/09151 ; note N. Borga et T. Favario, BJE, 2014, n°1, p. 41.

1191 Cass. Com. 16 décembre 2014, n° 13-25.028 et n° 13-25.029 ; note D. Poracchia, Rev. Sociétés, juin 2015, n°6, p. 391 et s.

1192 « Le liquidateur judiciaire pose alors une question simple : qui est responsable ? Et la réponse de la cour d'appel de Lyon claque : personne. Cette réponse interpelle. », N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », BJE, janvier 2014, n°1, p. 41.

1193 CA Lyon, 29 juill. 2013, n° 10/09151 ; note N. Borga et T. Favario, BJE, 2014, n°1, p. 41.

1194 N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », BJE, 2014, n°1, p. 41 et s.

1195 N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », art préc., p. 41 et s.

1196 N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », art préc., BJE, n°1, p. 41 et s.

dividendes excessive¹¹⁹⁷, il est difficile pour le dirigeant de s'opposer à la distribution du dividende. En effet, le droit de l'actionnaire de percevoir les dividendes constitue l'un de ses principaux droits économiques. Comme le relève un auteur, le « seul moyen pour le dirigeant qui souhaiterait s'opposer ou bloquer toute distribution de dividendes (est) de ne pas arrêter les comptes de l'exercice, ce qui constituerait par ailleurs une faute dont il serait comptable »¹¹⁹⁸. Il est difficile pour le dirigeant d'échapper à la contrainte du dividende¹¹⁹⁹. Il convient cependant de rappeler que le dividende n'est possible que lorsque la société présente un bénéfice distribuable¹²⁰⁰. Le droit à dividende n'est un acquis qu'en cas de profit de la société cible. Ainsi lorsque la société cible ne dégage pas de dividende distribuable, l'actionnaire majoritaire peut être tenté d'assurer les remontés de trésorerie via d'autres moyens, notamment grâce à des frais de gestions (*management fees*) sans contrepartie réelle ou par des conventions de trésorerie déséquilibré. Dans ce cas, il semblerait choquant que le dirigeant de la société cible sous LBO soit exonéré de responsabilité lorsqu'il ne s'oppose pas à des actes contraires à l'intérêt social. Un auteur affirme que « si la remontée d'argent de la société cible à la société holding prend non la forme de dividendes, mais d'une convention (déséquilibrée) de trésorerie, l'argument selon lequel la conclusion d'une telle convention a été imposée par la société mère au dirigeant de la société cible ne devrait pas avoir d'influence sur la constatation de l'existence de la faute de ce dernier »¹²⁰¹. L'influence de l'actionnaire majoritaire ne permet pas d'exonérer le dirigeant de fait de l'ensemble de ses responsabilités vis-à-vis de la société. En revanche, on peut légitimement se demander si cette forte implication de l'actionnaire majoritaire dans la gestion de la société n'est pas le signe d'une direction de fait.

438. La responsabilité de la holding et de ses dirigeant considérés comme des dirigeants de fait. L'arrêt de la Cour d'appel de Lyon laisse entendre que la recherche de responsabilité aurait dû amener le liquidateur à s'interroger sur l'implication de l'actionnaire majoritaire. La Cour d'appel constate notamment que « le liquidateur judiciaire n'a pas tenté de mettre en cause la société holding comme dirigeant de fait », et que dans ces conditions

1197 Dans cette configuration, il est possible d'envisager de demander la nullité des délibérations décidant des distributions excessifs, Cass. Com. 21 janv. 1997, n°94-18883 ; note P. Le cannu, BJS, avril 1997, n°4, p.312 et s.
1198 D. Poracchia, « LBO et faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif », Rev. Sociétés, 2015, n°6, p. 391 et s.

1199 A. Couret, « La contrainte du dividende dans les sociétés par actions », Mélanges Y. Guyon, 2003, Dalloz, p. 239.

1200 C. Com. L232-12.

1201 D. Poracchia, « LBO et faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif », Rev. Sociétés, 2015, n°6, p. 391 et s.

« le liquidateur judiciaire ne peut ainsi stigmatiser ces remontées (de dividendes) tout en concédant que le LBO n'est pas susceptible d'être retenu comme fautif »¹²⁰². Cependant comme le relève un auteur, même dans le contexte d'un montage de type LBO, « le simple fait pour l'actionnaire de voter une distribution de dividendes est insuffisant, à lui seul, à conduire à la qualification de dirigeant de fait »¹²⁰³. En effet, la direction de fait n'est établie que lorsque l'actionnaire s'immisce dans la gestion de la société¹²⁰⁴. Comme nous le verrons plus loin dans cette étude¹²⁰⁵, la jurisprudence exige « d'actes positifs de gestion » pour caractériser une immixtion dans la gestion. Or la décision de remonter des dividendes ne saurait être assimilée à une décision de gestion, cette décision relevant de la seule compétence de l'actionnaire. En revanche, il semble envisageable d'engager sa responsabilité sur le terrain de l'article 1382 du Code civil. Comme l'explique le professeur BORGA, lorsque la situation est dégradée, les remontées de dividende excessives deviennent « un acte non seulement contraire à l'intérêt social, mais encore préjudiciable aux créanciers de la société cible »¹²⁰⁶. Dans cette configuration, « la société holding et ses dirigeants devront donc prendre leurs responsabilités et assumer le risque pris en réalisant une opération de LBO qui s'avère ruineuse, en faisant cesser les remontées de dividendes excessives et vaines, et en déclarant la cessation des paiements de la société holding qui ne manquera pas de se réaliser dans un bref délai »¹²⁰⁷. En plus d'être constitutif d'une faute au sens de l'article 1382 du Code civil, ces remontées excessives de dividende pourraient être considérées comme la source de l'insuffisance d'actif de la société holding¹²⁰⁸. Il semble envisageable d'établir la responsabilité de la holding d'acquisition dans certaines configuration de LBO. Cette responsabilité ne sera que rarement retenue au titre de la direction de fait. Si la mise en place d'un LBO peut dans certains cas entraîner la responsabilité de la holding qui supporte la dette, on peut légitimement s'interroger sur la responsabilité des prêteurs qui sont les ultimes bénéficiaires de ces remboursements de dette. Il convient de noter que même une fois établis

1202 CA Lyon, 29 juill. 2013, n° 10/09151; note N. Borga et T. Favario, BJE, 2014, n°1, p. 41.

1203 N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », BJE, 2014, n°1, p. 41 et s.

1204 Le dirigeant de fait est défini par la jurisprudence comme qui en toute indépendance exerce une activité positive de gestion. En ce sens Cass. Com. 10 octobre 1995, n°93-15553 ; Cass. com., 27 juin 2006, n° 04-15831, note D. Poracchia, Rev. Sociétés, octobre 2006, n°4 p. 900.

1205 Voir en ce sens A. « Financements structurés et immixtion dans la gestion », p. 347.

1206 N. Borga et T. Favario, « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », BJE, 2014, n°1, p. 41 et s.

1207 D. Poracchia, « LBO et faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif », Rev. Sociétés, 2015, n°6, p. 391 et s.

1208 « ces distributions n'ont vocation qu'à permettre le maintien de l'exploitation d'une société placée dans une situation irrémédiablement compromise en raison de son incapacité à rembourser sa dette. », D. Poracchia, « LBO et faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif », art. préc., p. 391 et s.

la faute et le lien de causalité entre la mise en place du financement structuré et la défaillance de la société opérationnelle, les prêteurs bénéficient malgré tout de la protection que leur offre l'article L.650-1 du Code de commerce. Cet article organise en principe une irresponsabilité du prêteur. Cependant, la mise en place d'un financement structuré pourrait avoir un impact sur l'applicabilité du principe d'immunité aux prêteurs issus de ces montages.

2§. Les financements structurés et principe d'immunité des prêteurs

439. **L'immunité des prêteurs issus des financements structurés.** L'article L. 650-1 du Code de commerce¹²⁰⁹ prévoit que la responsabilité des créanciers ne peut être engagée qu'en cas de fraude, d'immixtion caractérisée dans la gestion et de garanties disproportionnées. Cette règle avait été discutée par une partie de l'Assemblée Nationale. Elle avait notamment été condamnée par le député MONTEBOURG qui considérait que « cette limitation de la responsabilité des créanciers pour les concours qu'ils apportent à leur débiteur en constitue un cinquième (cadeau faits aux banques), totalement injustifié car accordé sur la base de fantasmagories »¹²¹⁰. Ces critiques avaient été reprises par une partie de la doctrine. Ainsi, le professeur LUCAS soulignait qu'il « se peut aussi que certains banquiers ne soient pas à l'abri de la critique et encourrent une responsabilité pour avoir manqué de discernement en acceptant de financer des opérations de reprise ruineuses (...). La moralisation du crédit est à ce prix et on redira une fois de plus combien il est regrettable que le législateur ait cru pouvoir consacrer un principe d'irresponsabilité du fait des concours consentis (C. com., art. L. 650-1) »¹²¹¹ Si la règle a été condamnée à de nombreuses reprises, force est de constater que depuis la réforme de 2005, les créanciers bénéficient d'une protection accrue face au risque de mise en cause de leurs responsabilités. Mais cette protection est-elle suffisante pour garantir aux créanciers issus des financements structurés une totale immunité ? Un auteur souligne que « la banque commet (...) une faute, assimilable (...) à une fraude, si l'activité de l'entreprise qu'elle persiste à soutenir en lui renouvelant ou en augmentant les concours, présente des

1209 C. Com. Art. L650-1.

1210 Compte rendu AN de la 3eme séance du 8 mars 2005 sur la loi de sauvegarde des entreprises, A. Montebourg.

1211 F.X. Lucas, « Responsabilité d'une banque qui finance un LBO ruineux », BJS, 2013, n°4, p.267 ets.

signes évidents et irréversibles de déclin»¹²¹². Nous ne nous appesantirons pas sur l'hypothèse d'une action s'appuyant sur l'hypothèse d'une fraude car comme le souligne cette praticienne « il est très peu probable pour le liquidateur (ou le représentant des créanciers) d'une société sous LBO de voir prospérer une action en soutien abusif à l'encontre des banques en raison d'une fraude éventuelle. En effet, toute la philosophie de la structure LBO réside dans la bonne santé financière et opérationnelle de la société cible au moment où la dette est souscrite.». En revanche comme le souligne certains spécialistes de la matière « on ne peut pas (...) s'empêcher de penser à la question de l'immixtion dans la gestion (A) et à celle de la disproportion des garanties (B), qui sont des débats récurrents dans un certain nombre de LBO »¹²¹³.

A. Financements structurés et immixtion dans la gestion

440. **Financement structurés et immixtion dans la gestion.** L'importante influence que possèdent les acteurs du financement sur le débiteur, notamment dans le cadre des nombreux *covenants* prévus dans les conventions de crédit pourrait dans certaines configurations, être assimilable à une immixtion caractérisée dans la gestion de l'entreprise. Certains auteurs relèvent notamment que « les nombreux engagements contractuels qu'imposent (...) les prêteurs seniors et juniors dans un LBO (engagements qui s'étendent souvent à la gestion de la cible). (...) pourraient être interprétées en jurisprudence comme une forme d'« immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur »¹²¹⁴. Comme le souligne une praticienne « la liste des obligations de faire et de ne pas faire qui pèsent sur l'emprunteur au titre de la documentation de crédit est telle que la frontière entre le droit à l'information du banquier et l'immixtion de ce dernier dans la gestion du débiteur est floue. »¹²¹⁵. L'influence anglo-saxonne en matière de convention de crédit entraîne une description souvent très exhaustive des cas de défaut et offre de nombreuses possibilités d'accélération pour le créancier. Ces engagements couvrent, selon les cas des sujets aussi vastes et variés que « le respect des lois (...), le paiement des taxes et charges sociales, l'absence de réorganisation du groupe, l'absence de changement d'activité, des limites quant aux acquisitions et aux cessions de sociétés ou de fonds de

1212 D. Caramalli, « Quelques réflexions sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif dans un contexte de LBOs en difficulté », JCP E, 2009, n° 15, p.17 et s.

1213 F. Abitbol, R. Dammann, M. Menjucq, et M. Sénéchal « Les banques face aux difficultés des entreprises » RPC, , 2013, n° 5, p. 88 et s.

1214 M. Bertrel-Bourgeois et J-P Bertrel, « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », Dr. et Patr., 2014, n° 239, p. 18 et s.

1215 D. Caramalli, « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », D., 2013, p. 451 et s.

commerce, aux joint-ventures, aux sûretés consenties, au nouvel endettement, aux prêts et garanties consentis, au paiement de dividendes, aux modifications du capital social, à la gestion de la trésorerie »¹²¹⁶. Certains spécialistes soulignent que « les documentations contractuelles extrêmement précises, et même extrêmement pointilleuses, inspirées du droit anglo-saxon (...) ne sont pas toujours, (...) en phase avec toutes les contraintes du droit français »¹²¹⁷.

441. **L'absence d'immixtion dans la gestion dans le cadre des *covenants* d'information.**

Il convient à titre liminaire de rappeler que la jurisprudence reconnaît au banquier le droit de surveiller l'utilisation des fonds¹²¹⁸. Ainsi le banquier reste dans son rôle lorsqu'il procède à des investigations destinées à vérifier le caractère réaliste du projet financé¹²¹⁹. La Cour d'appel de Paris avait d'ailleurs clairement rappelé que « le fait pour une banque de surveiller l'utilisation des fonds prêtés, de suivre un dossier et même d'intervenir au besoin auprès des dirigeants de l'entreprise est un acte légitime de défense de ses intérêts propres, lequel ne lui confère pas, en lui seul, la qualité de dirigeant de fait »¹²²⁰. Il semblerait donc difficile de caractériser une immixtion dans la gestion lorsque le non-respect du covenant n'ouvre aux créanciers que le droit de demander des informations additionnelles. Les *covenants* d'information que le professeur THOMAS définit comme « les dispositions [qui] assurent au créancier de pouvoir être informé de tout événement susceptible d'affecter la situation de l'emprunteur, pour s'assurer de sa conformité à ce qui a été prévu pour accepter le crédit »¹²²¹ ne semble pas pouvoir engendrer d'immixtion dans la gestion. C'est notamment la configuration de nombreuses clauses qui permettent aux créanciers en cas de non-respect des ratios financiers ou selon un calendrier prédéfini d'obtenir la communication de certains états financiers ou de solliciter la réalisation d'une revue indépendante par un expert. Ces clauses favorisent le traitement en amont des difficultés appelé de ces vœux par le législateur¹²²².

1216 G. Peigney et I. Renaudie « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux « Mezzanine Providers » - Une approche par la dynamique existant entre les parties impliquées », RDBF, 2008, n° 3, p. 65 et s.

1217 M. Menjucq, F. Abitbol, M. Sénéchal et R. Dammann « Les banques face aux difficultés des entreprises », RPC, 2013, n° 5, p. 88 et s.

1218 Cass. com. 30 octobre 2007, n° 06-12677; Note T. Bonneau, Banque et Droit, janvier 2008, n°117, p.26 ; Note H. Heugas-Darraspen, RDI, février 2008, n°1, p. 32 ; note D. Legeais, RTD com., avril 2008, n°2, p. 401.

1219 CA de Basse-Terre, 20 septembre 2004, JD n° 2004-272168.

1220 CA Paris, 3^{ème} ch., 15 décembre 1995, n° 93/5376.

1221 A. Terren et P. Thomas, « Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ? », RDBF, 2015, n° 4, p. 16 et s.

1222 X. Roux, « Rapport sur le projet de loi (N° 1596) de sauvegarde des entreprises », 2005, Rapport de l'AN, n° 2095, notamment la partie « II. - le cœur du projet de loi : améliorer les procédures en privilégiant l'anticipation ».

Comme le souligne un auteur « la mise en place de ratios dans les contrats de prêts permet en principe de déceler la défaillance à un stade où il est possible d'y remédier »¹²²³. Ces clauses ne pourraient vraisemblablement pas caractériser une immixtion dans la gestion.

442. **L'accord entre la société et les créanciers : un élément insuffisant pour écarter le risque d'immixtion dans la gestion.** Pour que la responsabilité du créancier puisse être engagée, il est donc nécessaire de caractériser plus qu'une simple surveillance du bailleur de fonds sur la gestion mais une véritable « immixtion caractérisée » dans cette dernière. Il n'existe dans les textes aucun indice ni référentiel pour estimer « l'immixtion caractérisée ». Pour certains auteurs ces clauses ne peuvent être assimilées à de l'ingérence, car elles ont été acceptées de tous comme des contreparties nécessaires à la mise en place du financement. Un praticien affirme donc que « s'agissant de contraintes liées au mode de financement de l'acquisition et acceptées *ab initio* par tous, il ne peut y avoir acte (...) d'ingérence dans la vie et le processus de décision de la filiale opérationnelle »¹²²⁴. Cet argument ne nous semble pas opérant. Le retour au droit commun de la responsabilité n'est pas un cas réservé à une ingérence des créanciers qui n'auraient pas été consentie par l'actionnaire. On peine d'ailleurs à imaginer une configuration où le créancier pourrait influencer la gestion de la société sans que les actionnaires ne leur aient consenties cette prérogative dans le cadre de la convention de crédit. L'objectif affiché du législateur est d'opérer une forme de requalification de la convention de crédit. En effet, la convention de crédit est parfois si contraignante pour la gestion de la société qu'il est possible de considérer que le créancier outre passe son rôle et qu'il agit comme un dirigeant de la société¹²²⁵. Si l'on assimile le créancier à un dirigeant, ce dernier doit donc logiquement être considéré comme responsable des faits qu'il a provoqué dans le cadre de sa « gestion ». Le Sénateur HYEST, exposait cette logique en affirmant que l'immixtion dans la gestion était « l'hypothèse, particulièrement rare, dans laquelle le créancier acquiert la qualité de dirigeant de fait en participant activement à la gestion du débiteur et en prenant seul des décisions importantes en ses lieu et place »¹²²⁶.

443. **L'immixtion dans la gestion dans le cadre des conventions de crédit : la nécessité de caractériser un acte positif de gestion.** Lorsque les conventions de crédit permettent aux

1223 « Une (...) phase durant laquelle il fallut affronter la crise économique (1991 – 1993) », X. Thoumieux, *Le LBO : Acquérir une entreprise par effets de levier*, 1996, Economica, p.105.

1224 J. Henrot, « Financement LBO et Entreprises en difficulté », RDBF, 2007, n°3, p. 82 et s.

1225 On retrouve le rôle du juge tel que défini par le législateur (C. pr. civ art. 12).

1226 Rapport du sénat, n° 335, 11 mai 2005, J-J Hyst, dans le cadre du projet de loi de sauvegarde des entreprises, commentaire sur l'article 142 bis (nouveau) (C. com. art. L. 650-1).

créanciers d'accélérer en réponse à certaines décisions de gestion les « contraintes fortes liées au respect de ratio (*covenants*) (...) figent et gênent une gestion »¹²²⁷. On peut néanmoins se demander si le fait de « gêner la gestion » est suffisant. Certaines juridictions du fond semblent s'orienter vers une définition large de la notion « d'immixtion caractérisée dans la gestion ». Ainsi un arrêt de Cour d'appel de Versailles affirme que s'imisce dans la gestion le prêteur qui à « influé sur les décisions de celui-ci en orientant sa gestion pour des décisions qui sans son influence n'auraient peut-être pas été prises (...) que ces décisions doivent être à l'origine du préjudice allégué »¹²²⁸. Cette jurisprudence n'exigeait pas d'action positive mais une simple influence. L'influence pourrait être caractérisée uniquement que lorsque le non-respect du covenant entraîne une sanction importante (ex : renchérissement significatif du crédit ou accélération). Ce risque est sans doute amplifié lorsque cette sanction est automatique dès le premier bris de covenant. Cette configuration est celle dans laquelle la convention de crédit ne contient ni clause d'*equity cure* permettant de réaliser un apport de trésorerie pour améliorer les ratios et éviter un bris de covenant racheté, ni clause *mulligan*. Cette clause est celle qui permet que le non-respect d'un ratio financier ne soit constitutif d'un cas d'exigibilité anticipée que s'il se répète¹²²⁹. La Cour de cassation semble néanmoins plus exigeante pour caractériser une immixtion dans la gestion. Durant les travaux parlementaires « la curieuse formule l'immixtion caractérisée dans la gestion »¹²³⁰ a été définie, le législateur établit notamment un parallèle avec la notion de « gestion de fait ». Il semblait donc logique de s'appuyer sur la jurisprudence existante de la Cour de cassation en matière de gestion de fait. Cette dernière est définie comme « l'exercice, en toute indépendance, d'une action positive de direction »¹²³¹. L'exigence d'acte positif permet de limiter fortement les risques de voir des prêteurs considérés comme s'immisçant dans la gestion du fait des *covenants* des conventions de crédit. La Cour de cassation dans un arrêt du 3 juillet 2007¹²³² avait refusé de reconnaître l'immixtion du prêteur dans la gestion de l'emprunteur en l'absence « d'actes positifs de gestion ». Seuls les contrats de financements les plus « directifs » pourraient être

1227 H. Bourbouloux, « Nouveau contexte, nouveaux débiteurs », BJE., 2012, n°5, p. 314.

1228 CA de Versailles, 13^{ème} ch., 12 mai 2011, n° 09/09658.

1229 L. Assaya, « Récents développements en matière de financement des opérations de LBO aux États-Unis et en Europe », RDBF, 2008, n° 2, p. 77 et s.

1230 Pour reprendre la formule du député P. Giacobbi lors de la 2^{ème} séance du 3 mars 2005 à AN traitant du projet de sauvegarde des entreprises.

1231 Cass. Com. 12 juill. 2005, n° 02-19860, n° 03-14045, n° 03-15855; note P. Pétel, JCP E, janvier 2006, n°2, p. 73 ; note D. Poracchia, Dr. et Patr., décembre 2005, n°143, p.84 et s.; Cass. com. 10 Janvier 2012, n° 10-28067, note A. Martin-Serf, RPC, novembre 2012, n°6, p.70.

1232 Cass. com., 3 juill. 2007, n° 06-10803 ; note J. Stoufflet, JCP E, juin 2008, n°24, p. 17 ; note P. Petel, BJS, décembre 2007, n°12, p. 1357 et s. ; note D. Legeais, RTD Com, janvier 2008, n°1, p. 161 ; note T. Montéran, GP, novembre 2007, n°299, p. 59. Voir aussi sur le sujet A. El Mejri, « Investisseurs et banquiers face aux risques de gestion de fait dans les LBO », JSS, 2012, n° 100, p. 78.

remis en cause. Les conventions pouvant générer un risque d’immixtion dans la gestion sont notamment celles intégrant des *covenants* limitatifs. Ces clauses sont celles qui « ordonnent le respect d'un ensemble de dispositions pour la gestion courante de l'actif financé (...). Les *covenants* positifs commandent au débiteur de faire une série de choses (...) (gestion du BFR par exemple). Les *covenants* négatifs imposent des restrictions, des interdictions et des autorisations de faire pour certaines décisions. »¹²³³. Il convient d’être prudent face à ce type de clause notamment lorsqu’elles permettent aux créanciers de sanctionner fortement (notamment via une accélération de la dette) certaines décisions de gestions (ex : une clause fixant des niveaux minimale de remontés de dividendes vers la holding supportant le financement). Malgré le caractère relativement contraignant de certaines documentations de crédit, le risque de voir le juge caractériser une immixtion des prêteurs issus des financements structurés dans la gestion du débiteur reste limité. Un auteur résume « il n'existe d'immixtion d'un prêteur dans les affaires de l'emprunteur au sens des textes légaux précités que si le prêteur s'est réservé un pouvoir de décision portant sur la gestion de l'entreprise de l'emprunteur et non pas seulement un contrôle des actes qui ne sont que l'exécution de la convention de financement »¹²³⁴. Ce risque n’est pourtant pas nul, et comme le soulignent certains auteurs « la combinaison d'un nombre trop importants de *covenants* directifs, la nature de l'opération de financement et son contexte»¹²³⁵, sont autant de critères pouvant guider le juge vers la caractérisation d’une immixtion dans la gestion. Il convient donc pour les prêteurs de trouver un équilibre en évitant de multiplier les clauses directives sous peine de voir le principe d’immunité dont ils bénéficient remis en cause. Comme le souligne un auteur « à tant encadrer et contraindre l’emprunteur, on en vient légitimement à se demander si ces pratiques ne constituent pas une immixtion dans la gestion (...). La question pourrait se résumer au fait de savoir si trop de covenant ne tuent pas le covenant »¹²³⁶. Les créanciers deviennent donc sélectifs dans les décisions soumises à leurs contrôles. Comme le soulignent certains auteurs « le pacte de LBO limitera soigneusement la typologie des décisions soumises à l'accord préalable des investisseurs financiers, pour ne retenir que celles qui sont véritablement importantes ou dangereuses pour l'entreprise (principalement adoption du budget, opérations d'investissement et de désinvestissement, emprunts), en excluant par

1233 A. Terren et P. Thomas, « Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ? », RDBF, 2015, n° 4, p. 16 et s.

1234 J. Stoufflet, « Commentaire de diverses clauses insérées dans des contrats de financement d'opérations de LBO », RDBF, 2008, n° 2, p. 80 et s.

1235 A. Terren et P. Thomas, « Les covenants des contrats de dettes font-ils naître un risque de gestion de fait pour les créanciers financiers ? », RDBF, 2015, n° 4, p. 16 et s.

1236 P. Thomas « Les covenants sont-ils trop nombreux et trop complexes ? », Rev. Banque, 2015, n°784, p.80.

principe celles qui relèvent de la gestion courante »¹²³⁷. En matière de financement structurés, une question similaire pourrait se poser sur l'ampleur des garanties prises dans le cadre de la convention de crédit.

B. Financements structurés et garanties disproportionnées

444. **Financement structurés et garanties disproportionnées.** Comme nous l'avons déjà mentionné en matière de financement structuré, la doctrine anglaise recommande que les garanties couvrent « tous les biens du projet »¹²³⁸. Ce *modus operandi* a été largement repris par les praticiens français. Dans ce type de montage, il y est d'usage de prendre des sûretés sur tous les actifs de la société emprunteuse¹²³⁹. Pourtant cette logique anglo-saxonne se heurte à l'article L. 650-1 du Code de commerce qui ouvre la possibilité de rechercher la responsabilité des prêteurs en cas de prise de « garanties disproportionnées ». Face à l'ampleur des *security package* mis en place par les créanciers, un risque existe de voir le tribunal considérer qu'il est face à des « garanties disproportionnées ».

445. **L'enjeu du débat.** L'enjeu pratique de cette question est important. En effet dans « le cas où la responsabilité d'un créancier est reconnue, les garanties prises en contrepartie de ses concours peuvent être annulées ou réduites par le juge »¹²⁴⁰. Comme le souligne une praticienne « la sanction de la nullité des garanties est particulièrement lourde car, dans un contexte de liquidation, le prêteur se retrouve en position non plus de créancier privilégié mais de créancier chirographaire »¹²⁴¹. Le créancier perd le bénéfice de ses garanties au moment même où il en aurait le plus besoin (pour la répartition durant une procédure collective). Le créancier se retrouve donc démuné et n'a aucun moyen de reconstituer une forme de garantie (le droit des procédures collectives limitant fortement les possibilités de prendre des sûretés pour garantir des crédits antérieurs).

1237 N.L Ravisy et M.I Levesque « Les accords conclus entre actionnaires dans les opérations de LBO », GP, 2004, n°147, p. 9 et s.

1238 P. Wood, *Project Finance, Securisations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell, p. 84.

1239 H. Kensicher, « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », JSS, 2012, n° 96, p. 35.

1240 C. Com., art. L650-1.

1241 D. Caramalli, « Quelques réflexions sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif dans un contexte de LBOs en difficulté », JCP E, 2009, n° 15, p.17 et s.

446. **La question de la prise de garantie excessive en matière de SPV.** Il convient de relever que la problématique de la prise excessive de garantie se pose de façon spécifique en matière de SPV. Le législateur a voulu favoriser le crédit en interdisant à certains créanciers de s'accaparer l'ensemble des actifs du débiteur. En effet, comme le soulignait le professeur VASSEUR, la multiplication des garanties fragilise le crédit qui naît du droit de gage général. L'une des spécificités des SPV utilisés dans le cadre des financements structurés est théoriquement de ne pas être pénalisé par l'absence d'actif disponible pour la prise de nouvelles garanties. Comme le relève un praticien « l'emprunteur, n'ayant et s'interdisant d'avoir aucune autre activité que celle en prévision de laquelle le financement est ainsi conçu, ne saurait, par définition, pâtir de ce qu'il n'a plus d'actifs disponibles à donner en garantie à d'autres créanciers, car il est précisément de l'essence même d'une telle opération qu'il n'y ait aucun autre prêteur bancaire que celui qui finance l'opération lors de son lancement »¹²⁴².

447. **Les implications en matière de financement structurés de l'emploi du terme « garantie » dans la rédaction de l'article L. 650-1 du code de commerce.** Pour estimer l'ampleur du risque qui pèse sur les financements structurés, il convient de déterminer le champ d'application couvert par le cas des « garanties disproportionnées ». On relèvera en premier lieu, le terme employé par le législateur de « garanties ». Comme le relève un auteur « le terme employé est celui de « garanties », couvrant un domaine plus vaste que celui des seules sûretés. (...) potentiellement toutes sortes de mécanismes contractuels.»¹²⁴³. Comme l'affirment certains auteurs « les dispositions de l'article L. 650-1 du Code de commerce, dont le champ d'application est très large, paraissent applicables aux sûretés indirectes »¹²⁴⁴, et notamment les stipulations contractuelles issues des *covenants* financiers. Cette grande généralité du terme garantie pourrait notamment, comme le souligne un auteur, aboutir à la remise en cause des « conventions des opérations de financement majeures (...) notamment en matière de financement immobilier ou de *Leveraged buy-out* qui courent facilement sur plus d'une centaine de pages, dont un bon tiers consacré aux obligations de l'emprunteur ». Contrairement à d'autres cas, dans le cadre de la rédaction de l'article L. 650-1 du Code de commerce, le législateur n'a pas souhaité viser un type précis d'instrument juridique. En retenant une notion fonctionnelle (la garantie) plutôt qu'une notion conceptuelle (celle de

1242 H. Kensicher, « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », art. préc., p. 35.

1243 H. Kensicher, « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », art. préc., p. 34.

1244 « L'inclusion des sûretés négatives dans le champ d'application de l'article L. 650-1 ne fait aucun doute », JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. 151, septembre 2008, n° 82, M. Legeais.

sûreté), le législateur retient une méthode plus efficace (ou plus menaçante selon les points de vue) face aux financements structurés. Comme nous l'avons évoqué, les financements structurés s'appuient sur des montages¹²⁴⁵ dont le trait commun n'est pas l'instrument juridique utilisé mais la finalité visée d'actes juridiques. En ne visant plus des instruments juridiques mais des finalités spécifiques, la règle posée par le législateur devient plus difficile à contourner. Si le choix du terme « garantie » plutôt que celui de sûreté semble particulièrement adapté pour limiter les possibilités de contournement, on peut en revanche regretter que le législateur n'ait pas défini de façon plus claire le niveau de disproportion entre cette « garantie » et « les concours » qui devait être sanctionné.

448. **Le caractère disproportionné des garanties prises dans le cadre d'un financement structuré.** Il existe une incertitude en droit français quant à l'interprétation du « caractère disproportionné » d'une prise de garantie. Cette situation est une source d'insécurité juridique pour les créanciers¹²⁴⁶. La doctrine relève certes que « la disproportion doit s'apprécier par rapport au concours consenti »¹²⁴⁷ et que cette disproportion doit s'apprécier au moment de l'engagement¹²⁴⁸. Comme le relève un auteur, cette comparaison entre le concours consenti et les garanties prises en contrepartie suppose qu'on puisse attribuer une valeur aux garanties, sans pourtant pouvoir tenir compte du fait que la valeur d'une sûreté pour le prêteur est grandement amoindrie, en raison même des procédures collectives¹²⁴⁹. Comme le souligne certains praticiens « le législateur n'a défini ni le terme de disproportion, ni sa méthode d'évaluation, (...), il appartient à la jurisprudence de combler ce vide »¹²⁵⁰. Le flou de la formule et l'insécurité juridique qui en découle avaient d'ailleurs déjà été mis en avant par le député CARDO dès les travaux parlementaires. Ce dernier soulignait « encore faudra-t-il déterminer ce qui est disproportionné. À cet égard, je ne suis pas persuadé que le présent texte éclairera le jugement du tribunal »¹²⁵¹. Contrairement à d'autres droits, le droit français ne

1245 Voir en ce sens « A. Les financements structurés: une catégorie de montage permettant de moduler le risque de crédit », p. 57.

1246 « L'article L. 650-1 qui fait peser la menace de sanction sans fournir d'indication pour l'appréciation du caractère disproportionné crée une insécurité » D. Caramalli, « Quelques réflexions sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif dans un contexte de LBOs en difficulté », JCP E, 2009, n° 15, p.17 et s.

1247 P.-M. Le Corre, « Les sanctions - la sanction des tiers : la question de la disproportion des garanties », juin 2006, Colloque de la Cour de cassation, p.1 et s.

1248 R. Dammann, « La situation des banques titulaires de sûretés, après la loi de sauvegarde des entreprises », Banque et droit, 2005, n° 103, p. 21.

1249 H. Kensicher, « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », JSS, 2012, n° 96, p. 35.

1250 R. Dammann et A. Rapp « La responsabilité pour soutien abusif de l'article L. 650-1 du code de commerce: la fin des incertitudes », D., 2012, n°22, p. 1455 et s.

1251 Compte rendu AN de la 3eme séance du 8 mars 2005 sur la loi de sauvegarde des entreprises.

dispose pas de critère précis permettant au débiteur comme aux créanciers de déterminer le niveau de garantie proportionnée aux crédits accordés. Ainsi le droit allemand affirme clairement que « l'emprunteur a le droit de demander mainlevée partielle si la valeur future de réalisation du bien transféré à titre de garantie dans le cadre d'une procédure collective est supérieure à 110 % du montant de l'encours ou si la valeur actuelle estimée des biens en question dépasse le seuil de 150 % du montant du crédit »¹²⁵². Dans certains cas, le législateur français n'a d'ailleurs pas hésité à fournir des méthodes précises permettant de chiffrer le montant de sûretés qu'il considérait comme raisonnable. C'est notamment le cas en matière d'inscriptions excessives prises en vertu d'une hypothèque légale. Dans ce domaine, l'article 2161 du code civil définit les inscriptions excessives de façon relativement précise. Ainsi « sont réputées excessives les inscriptions qui grèvent plusieurs immeubles lorsque la valeur d'un seul ou de quelques-uns d'entre eux excède une somme égale au double du montant des créances en capital et accessoires légaux, augmenté du tiers de ce montant ». Comme le souligne une praticienne les rares jurisprudences disponibles sur des prises de sûretés disproportionnées ne semblent pas transposables à l'utilisation de l'article L. 650-1 du Code de commerce en matière de financement structuré. On pense notamment à la jurisprudence relative à la disproportion d'un contrat de cautionnement en droit de la consommation¹²⁵³ qui semble inadaptée pour évaluer le caractère proportionné « d'une garantie bancaire en raison du caractère particulièrement sophistiqué des mécanismes et des montages de financement LBO »¹²⁵⁴. Selon le Ministre de la justice de l'époque, cette disproportion devait s'apprécier « au regard de la pratique »¹²⁵⁵. Ce dernier a illustré son propos en donnant l'exemple des « crédits immobiliers qui sont consentis en échange d'une hypothèque sur la totalité du bien alors qu'ils n'en financent qu'une partie demeurent possibles puisque telle est la pratique ». Un auteur note la fragilité de cette approche en soulignant que les créanciers issus des financements structurés doivent « s'en remettre à la sagacité des magistrats et espérer qu'ils sachent apprécier correctement quelles sont les différentes pratiques du marché, selon la nature des opérations de financement »¹²⁵⁶. Cet auteur conclut que cette analyse « sera fortement empreinte de subjectivité et donc fluctuante ». Comme le relève un auteur « le plus souvent, en fait, la disproportion paraîtra excessive non pas à cause de la disproportion entre

1252 R. Dammann et A. Rapp « La responsabilité pour soutien abusif de l'article L. 650-1 du code de commerce: la fin des incertitudes », art. préc., p. 1455 et s.

1253 C. consom. art L341-4.

1254 D. Caramalli, « Quelques réflexions sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif dans un contexte de LBO en difficulté », JCP E, 2009, n° 15, p.17 et s.

1255 Compte rendu AN de la 3eme séance du 8 mars 2005 sur la loi de sauvegarde des entreprises.

1256 H. Kensicher, « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », JSS, 2012, n° 96, p. 35.

la valeur de chaque garantie considérée isolément et le montant du concours consenti, mais en raison de l'empilement des garanties prises par le dispensateur du concours »¹²⁵⁷. Certains auteurs considèrent ainsi que c'est « la superposition d'un grand nombre de garanties indirectes, souvent ajoutées à d'autres sûretés réelles ou personnelles, pourrait caractériser la disproportion condamnée par l'article L. 650-1. » et souligne que « rien ne permet, en droit positif, d'écarter cette possibilité, que le financeur et son conseil seront donc bien avisés de toujours garder à l'esprit. »¹²⁵⁸. En effet, « le volume des sûretés consenties par les filiales opérationnelles à l'occasion de certaines opérations de LBO pourrait être qualifié de disproportionné si un tribunal décidait de placer le curseur au niveau de l'intérêt social »¹²⁵⁹. Ce constat pouvant être étendu à l'ensemble des financements structurés (financements d'actifs, financement de projet,...). Le risque étant néanmoins plus marqué en matière de financement LBO car les garanties « ont vocation à garantir essentiellement une dette d'acquisition et non pas une dette opérationnelle ». Cette incertitude pouvant être un frein à la mise en place de certaines opérations.

La rédaction de l'article L. 650-1 du Code de commerce illustre parfaitement la problématique à laquelle le législateur est confronté en matière de financement structuré : la rédaction des textes de lois doit être large sur certains aspects (notamment sur les mécanismes juridiques visés) pour empêcher toutes tentatives de contournement des limites du textes, tout en étant précis sur d'autre pour éviter de générer une incertitude juridique qui pénaliserait trop les financements structurés et entrainerait un renchérissement du coût du crédit. Dans le cas de l'article L. 650-1 du Code de commerce, l'absence de définition précise de la notion de disproportion entraine une incertitude forte pour les investisseurs. Les financeurs sont en effet soumis à la définition que les juges feront de cette disproportion. Cette définition pouvant être variable d'une juridiction à une autre tant que la Cour de cassation n'aura pas défini clairement les critères permettant de considérer une garantie comme disproportionnée. Le législateur devrait faciliter l'analyse du juge en proposant une grille d'analyse notamment en définissant les critères de la « disproportion ».

A l'inverse, l'utilisation d'un terme plus général est parfois positive. Ainsi, l'utilisation du terme « garantie » (notion fonctionnelle désignant l'ensemble des mécanismes ayant pour but de garantir) plutôt que celui de sûretés (notion conceptuelle désignant un

1257 H. Kensicher, « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », art. préc., p. 35.

1258 E. Cevaër et P-E Perrot « L'EIRL et les sûretés négatives - Un vin nouveau pour de vieilles outres », JCP. E, 2011, n° 23, p.46.

1259 D. Caramalli, « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », D., 2013, p. 451 et s.

nombre limité de mécanisme définie notamment par les articles 2287-1 et 2323 du Code civil) par le législateur limite les risques de contournement de la règle qu'il établit. Si le terme sûreté avait été retenu, les investisseurs auraient sans doute pris un nombre plus limité de sûreté tout se garantissant de leurs risques via d'autres mécanismes (ex : covenant, titrisation, mécanisme de droit étranger,...). Leurs garanties auraient pris la forme de clause contractuelle ou de montage structurel comme la titrisation, ils auraient alors été en mesure d'accumuler les protections sans risquer de voir leurs « immunités » en matière de responsabilité levées. L'exemple type de la solution alternative est celui de la pratique du « surdimensionnement » en matière de titrisation. Ce mécanisme consiste à céder des créances pour un prix inférieur à leur valeur au moment du transfert au véhicule de titrisation. La différence constitue un « surdimensionnement ». Cette pratique peut être définie comme une garantie consentie à l'organisme de titrisation et aux investisseurs destinée à couvrir, le cas échéant, le non-recouvrement de certaines créances. Lorsque le surdimensionnement est trop important, il pénalise le débiteur qui n'est pas en mesure de financer le delta entre les créances cédées et les créances financées. Ce type de pratique est aussi condamnable que l'éventuelle mise en place d'une sûreté disproportionnée. En employant le terme générique de garantie, le législateur a fermé la porte à ce type de manœuvre.

CONCLUSION

449. **Les évolutions du droit des procédures collectives en réponse à l'essor des financements structurés.** Comme le relève le professeur LUCAS « le droit des procédures collectives est un droit d'inspiration presque coutumière, le législateur intervenant généralement a posteriori pour consacrer des constructions de la pratique, éprouvées à l'occasion de tel ou tel dossier »¹²⁶⁰. Au fil des réformes, le rôle des créanciers financiers « ces créanciers atypiques dont on ne parlait pas ou si peu »¹²⁶¹ s'est progressivement accru. En réponse aux dernières crises, le législateur a tenté d'adapter le droit des procédures collectives. En 2010, le législateur crée la sauvegarde financière accélérée permettant de restructurer uniquement le passif financier né de ce type de montage sans perturber l'exploitation commerciale¹²⁶². Le législateur a profité de cette même réforme pour préciser que le plan « prend en compte les accords de subordination entre créanciers conclus avant l'ouverture de la procédure. ». Certains praticiens n'ont pas hésité à évoquer la naissance d'un droit de la restructuration financière¹²⁶³. S'il semble encore prématuré de parler d'autonomie du droit de la restructuration financière, il semble aujourd'hui difficile de nier l'existence d'une influence du droit financier sur le régime des procédures collectives. Ces modifications ponctuelles du Code de commerce permettent d'apporter des réponses à certaines problématiques ponctuelles. Mais une adaptation de la méthode législative permettrait de rendre ces réponses plus efficaces.

450. **La nécessaire adaptation du droit des procédures collectives face à l'innovation financière.** Comme nous l'avons constaté les financements structurés ne peuvent être classés en fonction du mécanisme sur lequel ils s'appuient. Les praticiens sont à la recherche d'objectif, le montage juridique sous-jacent n'est alors que le moyen permettant d'atteindre cet objectif. Or le réflexe traditionnel du législateur est de traiter le créancier en fonction du mécanisme nommé auquel il a recours ou de la typologie d'acteur. Cette méthode entraîne une hétérogénéité de traitement des créanciers qu'il est souvent difficile de justifier. Ainsi dans l'affaire « Eurotunnel », de nombreux auteurs¹²⁶⁴ ont pu souligner l'incohérence de traitement

1260 FX. Lucas, «Le droit des entreprises en difficulté à l'épreuve de la crise économique : rapport de synthèse », BJE, 2012, n° 5, p. 336 et s.

1261 P. Roussel Galle, « L'apparition de créanciers atypiques », BJE, 2012, n° 5, p. 325 et s.

1262 Loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

1263« Au-delà de ces divergences, les uns et les autres se rejoindront cependant autour de ce constat : ce premier semestre de l'année 2011 parachève l'émergence d'un véritable droit de la restructuration financière en germe depuis quelques années, hautement technique, d'une complexité grandissante, et qui a bouleversé les repères traditionnels des praticiens des procédures collectives. », L. Le Guernevé et N. Morelli, « Vers un droit de la restructuration financière », Cah. dr. entr., 2011, n° 4, p. 16 et s.

1264 G. Brémond et E. Scholastique, « Réflexions sur la composition des comités de créanciers dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaires », JCP E, 2006, p. 466.

entre les établissements de crédit classiques et les fonds d'investissement ou les structures *ad hoc* non bancaires. Les premiers avaient vocation à intégrer les comités de crédits, alors que les seconds auraient théoriquement dû en être exclus. Ce constat a amené le législateur à mettre en place une référence à la notion d'« entité auprès de laquelle le débiteur a conclu une opération de crédit ». On relèvera le caractère général et téléologique de la tournure retenue. Cette notion semble beaucoup plus large que celle initialement retenue d'établissement de crédit. De la même façon que traiter différemment des acteurs ayant le même objectif peut sembler inadéquat, il semble délicat de traiter de façon identique des acteurs dont les objectifs sont radicalement différents. On peut notamment rappeler le précédent Thomson-Technicolor. Malgré un statut commun de créancier, il semble difficile de traiter sur un pied d'égalité le prêteur senior qui a cherché à limiter son risque en échange d'une rémunération moindre et un TSS qui en échange d'une forte rémunération a accepté de tenir un rôle proche de celui d'un associé. De la même façon, on peine à justifier les incertitudes sur le traitement de la subordination contractuelle, lorsque l'on voit la clarté du traitement réservé au créancier subordonné dans le cadre d'une subordination légale. Dans certaines configurations, on pourrait être amené à faire voter de façon séparée deux créanciers juniors en raison de l'instrument juridique utilisé pour mettre en place cette subordination. En effet, on pourrait envisager de voir les détenteurs de TSS voter au sein de l'assemblée des obligataires au côté de créanciers obligataires seniors, pendant qu'un comité d'établissement de crédit intégrerait à la fois des créanciers seniors et juniors issus d'un prêt classique. En regroupant en fonction de l'instrument plutôt qu'en fonction de la nature, il existe un risque d'obtenir un résultat ne tenant pas compte de la réalité de l'influence de chacune des catégories de créanciers. Comme le souligne G. ANSALONI en matière de sûreté, « à la différence des droits anglais ou américain, le droit (...) français tend à ce que le nommé exerce un pouvoir d'attraction sur l'innommé »¹²⁶⁵. Pour réduire cette hétérogénéité de traitement dénoncée par de nombreux auteurs, il est nécessaire de revoir cette méthodologie législative. Pour que la réponse offerte à ces montages inspirés du droit anglo-saxons soit plus adaptée, il est notamment nécessaire d'aligner le traitement juridique des créanciers ayants un objectif commun, peu important le mécanisme juridique qui sert de support. En s'appuyant sur cette idée, on peine à trouver des arguments permettant de défendre le traitement différent entre les créanciers financiers¹²⁶⁶ en fonction de l'*instrumentum* (créancier classique ou obligataire) utilisé dans le cadre du

1265 G. Ansaloni, « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 27.

1266 « Le principe même d'une séparation des « créanciers financiers », à savoir celui des établissements de crédit (...), d'un côté et celui des obligataires, de l'autre, est contestable. », R. Dammann et G. Podeur, « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », Dr. et patr, 2013, n°223, p.78.

financement. Il semble plus pertinent de se focaliser sur l'objectif du montage plus que sur les instruments qui le composent. Cette méthode aurait l'avantage d'éviter l'écueil actuel du législateur dénoncé par une partie de la doctrine : la multiplication des règles particulières visant à traiter de situations extrêmement spécifiques. Comme le souligne un auteur, « on ne peut qu'être frappé par le souci du législateur de répondre à des préoccupations toujours plus complexes et à devoir affiner toujours davantage sa législation, au point d'avoir l'impression que la loi cesse d'être une règle à portée générale, pour devenir la réponse adaptée à des besoins presque individuels. »¹²⁶⁷. Cette inflation législative et la complexité juridique qu'elle implique (multiplication des régimes, mises en place de nouveaux instruments juridiques...) incitent les praticiens à la création de montages permettant d'optimiser les opérations de financements qu'ils structurent. Comme le soulignait le professeur PORACCHIA « sachant que le juriste développera toujours assez d'imagination pour créer des montages permettant d'optimiser certaines opérations encadrées par des lois multiples et éparse, peut être que le législateur devrait prendre le temps de la réflexion et adopter la démarche des praticiens pour développer une réelle organisation des normes de droit économique »¹²⁶⁸. A l'image du poète on souhaiterait que le législateur fasse moins cas du flacon et se focalise sur la recherche de l'ivresse.

1267 P-M. Le Corre, « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », *Dr. et patr.*, 2013, n°223, p.65.

1268 D. Poracchia, *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille 1998, préf. de J. Mestre, PUAM, p. 442 et s.

BIBLIOGRAPHIE

I Ouvrages généraux : traités et manuels

BILLAU (M.), MESTRE (J.) et PUTMAN (E.), *Traité de droit civil - Droit commun des sûretés réelles*, 1^{ère} éd, 1996, LGDJ.

CARBONNIER (J.), *Droit civil, les biens, les obligations*, 1^{er} éd. 1955, PUF.

CORNU (G.), *Vocabulaire juridique de l'association Henri Capitant*, 11^{ème} éd., 2013, PUF.

COZIAN (M.), VIANDIER (A.) et DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, 29^{ème} éd., 2016, Lexisnexis.

JESTAZ (P.), MARTY (G.) et RAYNAUD (P.), *Droit civil, les sûretés - la publicité foncière*, 2^{ème} éd., 1987, Sirey.

LE CORRE (P. M.), *Droit et pratique des procédures collectives 2015/2016*, 8^{ème} ed., 2015, Dalloz action.

LIENHARD (A.), *Procédures collectives*, 7^{ème} éd., 2017, Delmas.

LUCAS (FX), *Manuel de droit de la faillite*, 1^{er} éd, 2016, PUF, Droit fondamental.

MONIER (R.), *Manuel élémentaire de droit romain*, 6^{ème} éd., 1947, Domat-Montchrestien.

PEROCHON (F.), *Entreprises en difficulté*, 10^{ème} éd., 2015, LGDJ.

PERROT (R.) et THERY (P.), *Les procédures civiles d'exécution*, 3^{ème} éd, 2013, Dalloz.

QUIRY (P.) et LE FUR (Y), *Vernimmen*, 15^{ème} éd., 2017, éd. Dalloz.

SAINT-ALARY-HOUIN (C.), *Droit des entreprises en difficulté*, 10^{ème} éd., 2016, LGDJ.

SOINNE (B.) , *Traité des procédures collectives*, 2^{ème} éd, 1995, éd. Litec.

II Ouvrages spéciaux : thèses, monographies, ouvrages collectifs

Thèses

BALI (M.), *La subordination financière*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 2012.

BORGA (N.), *l'ordre public et les sûretés conventionnelles*, Thèse de l'Univ. Lyon 3, 2007, préf. S Porchy-simon, Dalloz, Nouvelle Bibliothèque de Thèses.

BOUGEROL-PRUD'HOMME (L.), *Exclusivité et garanties de paiement*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2012, préf. P. Crocq, L.G.D.J, Bibliothèque de droit privé.

COUTURIER (G), *Droit des sociétés et droit des entreprises en difficulté*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. J-P Haehl, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté.

CROCQ (P.), *Propriété et garantie*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 1992, préf., M. Gobert, LGDJ, Bibliothèque de droit privé.

DANA-DEMARET (S.), *Le capital social*, Thèse de l'Univ. Lyon 3, 1989 préf. Y. Reinhard, Litec, Biblio. de droit de l'entreprise.

DE GIRVAL (C.), *Restructurations financières et droit français des entreprises en difficulté*, Thèse de l'Univ. Lyon 3.

DOM (J.-Ph.), *Les montages en droit des sociétés*, Thèse de l'Univ. Bordeaux I, 1998, préf. de P. Le Cannu, édition Joly.

DUPICHOT (P.), *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2005, préf. M. Grimaldi, LGDJ, Ed. Panthéon Assas.

EL MEJRI (A.), *Les LBO en droit français; Contribution à l'étude de la réception des innovations financières par le droit*, Thèse de l'Univ. Paris 1.

GAUDEMET (A.), *les dérivés : aspects juridiques*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2010, préf. H. Synvet Ed. Economica.

JUILLET (C.), *Les accessoires de la créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2009, préf. C. Larroumet, éd. Defrénois.

LAUGIER (M.), *Les créanciers « hors procédure » ou la fuite des créanciers devant la discipline collective*, Thèse de l'Univ. Lille 2, 2002.

MULTRIER-TREBULLE (A.), *La notion de subordination de créance*, Thèse de l'Univ. Paris 2, 2002.

PELLETIER (N.), *La responsabilité au sein des groupes de sociétés en cas de procédure collective*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 2011, préf. F-X. Lucas, L.G.D.J, Biblio. de droit des entreprises en difficulté.

PORACCHIA (D.), *Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit*, Thèse de l'Univ. Aix Marseille, 1998, préf. de J. Mestre, PUAM.

SENECHAL (M.), *L'effet réel de la procédure collective : Essai sur la saisie collective du gage commun des créanciers*, Thèse de l'Univ. Toulouse 1, 2002, préf. de M-H. Monsérié-Bon, Litec Biblio. de dr. de l'entreprise.

STANKIEWICZ MURPHY (S.), « l'influence du droit américain de la faillite en droit français des entreprises en difficulté » Thèse de l'Univ. de Strasbourg, 2011.

URBAIN-PARLEANI (I.), *Les comptes courants d'associés*, Thèse de l'Univ. Paris 1, 1986, préf. de C. Gavalda, LGDJ.

VALETTE (L.), *La clause de traitement égal dite « pari passu »*, Thèse de l'Univ. Dauphine, 1999, préf. A. Ghozi, Décitre.

VASSEUR (M.), *Le Principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires dans la faillite*, Thèse de l'Univ. Paris, 1949, préf. de J. Hamel, Rousseau.

Ouvrage et monographie française

ANSALONI (G.) et HAUBERT-MCGETRICK (V.), *Le financement de projet : enjeux juridiques et bancabilité d'une opération*, 2011, Rev. Banque.

BELZ (L.) et SPIESER (P.), *Histoire de la finance : Le temps, le calcul et les promesses*, 2007, éd. Vuibert.

BRAUDEL (F.), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme XVème-XVIIème, t. 3 Le Temps du monde*, 1979, Armand Colin.

DE GIOFFRE (D.), *Gêne et les foires de change, de Lyon à Besançon*, 1995, éd. EHESS.

JAZOTTES (G.), *Règlement (ue) n°2015/848 du 20 mai 2015 relatif aux procédures d'insolvabilité commentaire Article par Article*, 2016, ed. société de législation comparée.

JOSSERAND (L.), *Les mobiles dans les actes juridiques du droit privé*, 2006 Réédition de l'édition de 1928, Dalloz.

LIGNIERE (P.) et TOLEDO (A-M.), *Financement de projet*, 2002, édition Joly.

LYONNET DU MOUTIER (M.), *L'aventure de la tour Eiffel: réalisation et financement*, 2009, publ. de la Sorbonne.

MARTIN (O), *La Coutume de Paris, Trait d'union entre le droit romain et les législations moderne*, t. 2, fasc. 2, 1925, Recueil Sirey, p. 545.

MAY (J.-C.), sous la direction de B. BASDEVANT-GAUDEMET, *Contrat ou Institution : un enjeu de société*, 2004, LGDJ.

MELIN (F.), *Le règlement communautaire du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité*, 2008, ed. Bruylant.

MOULY (C.), *Les causes d'extinction du cautionnement*, 1979, Litec.

PAILLUSSEAU (J.), *La Société anonyme: technique d'organisation de l'entreprise*, 1967, Sirey.

POTHIER (R.), *Traité du contrat de société*, 1807, Nouvelle édition Letellier.

PRUM (A.), COURET (A.), SPANG (J-P.), DUPONT (P.) et STEICHEN (A.), *Titrisation*, 2008, Edition Anthemis.

REYMOND DE GENTILE (M.), *Le principe de l'égalité entre les créanciers chirographaires et la loi du 13 juillet 1967*, 1973, Bibliothèque de droit commercial, ed Sirey.

RIPERT (G.), *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 1951, LGDJ.

SEKFALI (Z.), *Droit des financements structurés*, 2004, Rev. Banque.

THOUMIEUX (X.), *Le LBO : Acquérir une entreprise par effets de levier*, 1996, Economica.

VEAUX (D.), *La renaissance de la responsabilité personnelle dans les sociétés commerciales*, 1947, Edition Techniques.

VIDAL (J.), *Essai d'une théorie générale de la fraude en droit français, le principe "fraus omnia corrumpit"*, 1957, Dalloz.

Ouvrage et monographie étrangère

GAUGHAN (P. A.), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 2010, 5^{ème} ed., Wiley.

KIENINGER (E.-M.), *Security Rights in Movable Property in European Private Law*, 2004, Cambridge University Press.

NEWTON (G W.), *Bankruptcy and Insolvency Accounting, Practice and Procedure*, 2009, 7^{ème} éd. Wiley.

TEALL (J. L.), *Governance and the Market for Corporate Control*, 2014, ed. Routledge.

WOOD (P.), *Law and practice of international finance, Project Finance, Subordinated debt and state loans*, 1995, Sweet et Maxwell.

WOOD (P.), *Project Finance, Securisations, Subordinated debt*, 2007, 3^{ème} ed., Sweet et Maxwell.

WOOD (P.), *Law and practice of international finance*, 2007, 1^{er} éd, Sweet et Maxwell.

III répertoires et encyclopédies

JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. 151, responsabilité du banquier service du crédit, septembre 2008, LEGEAIS (M.).

JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. P-630, Titres subordonnés, mai 2009, BOUGNOUX (A.).

JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc. 1910, prêts participatifs, septembre 2003, BACHELOT (Y.).

JCl. Banque - Crédit - Bourse, fasc., 1915 : Titres Participatifs, Janv. 2013, BOUGNOUX (A.).

JCl. Sociétés, fasc. 1002, Constitution de la société : consentement des parties sociétés fictives et frauduleuses, décembre 2011, MARTIN-SERF (A.).

JCl. Adm., fasc. 670, Partenariats Public-Privé, décembre 2008, DELELIS (P.).

JCl. Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires des entreprises, fasc. 41-60, Effets à l'égard des créanciers prêteurs de capitaux, mai 2014, MARTIN-SERF (A.).

Rép. Soc, Sûretés financières, octobre 2010, PRAICHEUX (S.)

Rép. Soc, Entreprises en difficulté - Avant-propos, février 2008, LE CANNU (P.).

Rép. Soc. Prêt participatif, mars 2011, QUIEVY (J-F).

Rép. Civ. Paiement, juin 2016, MATHIEU-IZORCHE (M-L) et BENILSI (S.).

Rép. civ. Sûretés, octobre 2016, LEGEAIS (D.).

Rép. civ. Fiducie, octobre 2013, BARRIERE (F.).

Rép. Com. Titrisation (Organismes de), janv. 2014, DE KERGOMMEAUX (X.).

IV Colloques - Rapports

BOCQUET (A.), « Rapport tendant à la création d'une commission d'enquête sur la place et le rôle des fonds d'investissement dans l'économie, sur leurs méthodes d'acquisition d'entreprises par effet de levier appelées LBO, sur les conséquences de telles pratiques pour l'emploi, les salaires et les conditions de travail », 2007, Rapport de l'AN, n° 3590.

CAUSSAIN (J.J.), « Prêt participatif et les prêts subordonnés : synthèse comparative », Octobre 1983, Colloque « prêt participatif et subordonné : un nouveau mode de financement », FEDUCI, p. 205.

CATES (A-C.), « Les prêts subordonnés en Grande-Bretagne », Octobre 1983 Colloque « prêt participatif et subordonné : un nouveau mode de financement », FEDUCI, p. 263

CHARTIER (J.), « Rapport sur projet de loi de régulation bancaire et financière », 2010, Rapport de l'AN, n° 2848.

DATI (R.), « Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté », 2008, Rapport au Président de la République.

DATI (R.), « Rapport relatif à l'ordonnance du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du 16 nov. 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des FCC », 2008, Rapport au Président de la République, p. 9674.

DELMOTTE (P.), « L'égalité des créanciers dans les procédures collectives », 2003, Rapport de la Cour de Cass.

DRAGO (G.), « L'ordre public », 2013, Rapport de la Cour de Cass.

LE CORRE (P.-M.), « Les sanctions - la sanction des tiers : la question de la disproportion des garanties », Juin 2006, Colloque de la Cour de cassation, p.1.

MARSHALL (J.), « Art 5 rights in rem », avril 2011, colloque « on the future of the European insolvency regulation », p. 66.

MATHON (C.), « les sociétés écran : l'utilisation dévoyée de la personnalité morale », 2004, Rapport du ministère de la justice.

MARINI (P.), « La loi de sécurité financière : un an après juillet 2004 », Rapport du sénat, n° 431.

MATTOUT (J-P), « endettement et financements de l'entreprise ... aux groupes de sociétés », Colloque CCIP, Décembre 1998, « De l'endettement au surendettement des entreprises : Des réalités financières aux contraintes juridiques », p.7.

ROUX (X.), « Rapport sur le projet de loi (N° 1596) de sauvegarde des entreprises », 2005, Rapport de l'AN, n° 2095.

ROUX (X.), « Rapport instituant la fiducie », 2007, Rapport de l'AN, n° 3655.

TAUBIRA (C.), « Rapport relatif à l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014 », 2014, Rapport au Président de la République, p. 5243.

V Articles et Chroniques

Mélanges

BERTREL (J.-P.), « Le débat sur la nature de la société », Mélanges A. Sayag, Litec, 1997, p. 131.

CABRILLAC (M.), « Les ambiguïtés de l'égalité entre les créanciers », Mélanges Breton-Derrida, D., 1991, p. 33.

CABRILLAC (M.), « Les accessoires de la créance », études A. Weill, D., 1983, p. 115.

CACHARD (O.), « l'exclusivité », Mélanges P. Didier, Economica, 2008, p. 215.

CHAPUT (Y.), « L'inégalité des débiteurs face aux procédures collectives », Études offertes au Professeur Emérentienne de Lagrange, LGDJ, Éd. 1978, p. 117.

COHEN (D.), « La légitimité des montages en droit des sociétés », Mélanges Terré, 1999, D., p. 261.

COURET (A.), « La contrainte du dividende dans les sociétés par actions », Mélanges Y. Guyon, Dalloz, 2003, p. 239.

CROCQ (P.), « L'évolution des garanties de paiement : de la diversité à l'unité », Mélanges Mouly, Litec, 1998, p. 318.

CROCQ (P.), « Sûretés et proportionnalité », Mélanges P. Simler, Litec-Dalloz, 2006, p. 291.

DELEBECQUE (P.), « Les renonciations à recours », Mélanges P. Simler, Litec-Dalloz, 2006, p. 563.

DELEBECQUE, (P.), «Les "single ship companies" », Mélanges P. Le Cannu, Dalloz, 2014, p. 119.

DERRIDA (F.), « Le crédit et le droit des procédures collectives » mélange Rodiere, Dalloz, 1981, p. 67.

FAUGEROLAS (L.), « La subordination des créances », Mélanges J. Derruppé, Joly, 1991, p. 227.

GUYON (Y.), « Le droit des contrats à l'épreuve du droit des procédures collectives », Melange J. Ghestin, LGDJ, 2001, p. 405.

JULIEN (F.), « Financements sans recours », Mélanges AEDBF-France VI, Droit bancaire et financier, 2013, p. 297.

MESTRE (J.), « La société est bien encore un contrat », Mélanges C. Mouly, Litec, 1998, p. 131.

MOULY (C.), « Procédure collective, assainir le régime des sûretés », étude Roblot, LGDJ, 1984, p. 531.

MOUY (S.), « Titres et emprunts structurés à recours limité : quelques considérations sur l'émergence d'instruments financiers hybrides » Mélanges AEDBF-France II, 1999, p.349.

WICKER (G.), « La théorie de la personnalité morale depuis la thèse de Bruno Oppetit », étude à la mémoire de Bruno Oppetit, Litec, 2009, p. 691.

Articles et contributions français

ABITBOL (F.), DAMMANN (R.), MENJUCQ (M.) et SENECHAL (M.), « Les banques face aux difficultés des entreprises », RPC, 2013, n° 5, p. 88.

ADELLE (J.-F.) et PAPER (X.), « La Fiducie dans les financements d'infrastructures », FlashJeantet, 2011, p.2.

ADELLE (J.-F.), « L'agent des sûretés en droit français : pour une clarification de régimes de l'article 2328-1 du Code civil et de la fiducie de sûretés », RDBF, 2010, n°5, p. 6.

ALLOUCHE (R.) et RICHARD (R.), « Les garanties dans les financements à effet de levier », RDBF, 2008, n° 3, p. 90.

ANCEL (P.), « Nouvelle sûreté pour créancier échaudés », Cahier droit de l'entreprise, 1989, supplément n°5, p. 3.

ANSALONI (G.), « Des renonciations à recours dans les financements structurés », RDBF, 2010, n°4, p. 34.

ANSALONI (G.), « retour sur la subordination des créances », Banque et Droit, 2012, n°141, p. 19.

ANSALONI (G.), « Le risque de crédit, critère de la notion d'opération de crédit en droit français », Banque et droit, 2013, n°148, p. 18 et s.

ANSAULT (J-J), « La cession Dailly dans la tourmente des procédures collectives », JSS, 2012, n° 96, p.12.

ASSANT (O.) et MCCLEAN (A.), « La subordination des créances face aux procédures collectives », Opér. Fin, 2007, n°39, p. 4.

ASSAYA (L.), « Récents développements en matière de financement des opérations de LBO aux États-Unis et en Europe », RDBF, 2008, n° 2, p. 77.

ASSAYA (L.), « Petit glossaire du LBO », Droit des sociétés, 2005, n° 8, p. 33.

AYNES, (A.) « Réforme des procédures collectives ; Note sous Ord. n° 2014-326 du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives », Dr. et Patri, 2014, n° 241 p. 100.

BARDASI (S.) et VERMEILLE (S.), « L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO », RTDF, 2014, n° 3, p. 104.

BARRIERE (F.), « La fiducie. Commentaire de la loi numéro 2007-211 du 19 février 2007 (première partie), », BJS, 2007, n°4, p. 440 et s.

BARRIERE (F.), « La fiducie-sûreté en droit français », Revue de droit de McGill, 2013, vol. 58, n° 4, p. 869.

BARON (J.), CHASSAING (F.), GORRIAS (S.), MORELLI (N.) et MENJUCQ (M.), « La contractualisation du droit des entreprises en difficulté », RPC, 2015, n° 3, p. 4.

BASSE (C.), BOMPOINT (D.), BOURBOULOUX (H.) et DUBOIS (P.), « Table ronde : la sauvegarde financière accélérée », RPC, 2011, n°3, p. 74.

BEBEEPALÉ (A.) et GARCIA (C.), « Les plans face aux accords de subordination », LPA, 2012, n° 146, p. 4.

BENDAVID (D.) et DURAND (P.), « Motifs et enjeux de la diversification des actifs titrisés », Banque mag., 2002, n°638, p. 27.

BENTEUX (G.), « Financements structurés et confusion de patrimoines », option finance, 2012, n°1190, p.31.

BERTREL (M.), « L'activation de la holding de reprise dans un LBO », RTDF, 2011, n°4, p.185 et s.

BERTREL-BOURGEOIS (M.) et BERTREL (J-P), « La responsabilité des financiers dans les LBO ruineux », *Dr. et Patr.*, 2014, n° 239, p. 18.

BERTREL-BOURGEOIS (M.), « De l'opportunité de recourir aux techniques dépourvues de la personnalité morale dans la perspective d'un LBO », *Dr. des soc.*, 2015, n°10, p. 7 et s.

BERTIN-MOUROT (O.), « Comment opérer la subordination dans les financements mezzanines », *option finance*, 1992, n°219, fiche n°161.

BESSE (A.) et MORELLI (N.) « Le *prepackaged plan* à la française : pour une saine utilisation de la procédure de sauvegarde », *JCP E*, 2009, n° 25, p. 28.

BESSE (A.) et MORELLI (N.), « Introduction à la « sauvegarde bouclier » du SPV », *Cah. de dr. de l'entrep*, 2011, n° 4, p. 39.

BET-MANSOUR (R.) et CLERMONTTEL (P.), « Rééquilibrage des droits entre émetteurs et souscripteurs d'obligations à haut rendement en Europe », *RTDF*, 2013, n° 4, p. 143.

BILLOT (P.) et PONTIER (J.N.), « Brèves réflexions sur certaines clauses de renonciation », *RDBF*, 2001, n° 5, p. 331.

BLONDEAU (C.), « Précisions sur le régime des comptes courants d'associés », *option finance*, 2012, n° 1191, p. 30.

BOLZE (C.), « Entreprise. Définition et éléments, Service public de l'emploi », *RTD Com*, 1991, n°3, p.512.

BONNEAU (T.), « Sort des porteurs de titres super-subordonnés en cas de procédure de sauvegarde », *JCP. E*, 2012, n°14, p. 22.

BONNEAU (T.), « Les porteurs de TSS, des obligataires comme les autres ? », *RDBF*, 2012, n° 4, p. 3 (alertes).

BORDENAVE (A.), « Cœur Défense, épisode III : la revanche des débiteurs », *Lexbase Hebdo. Ed. Affaires*, 2012, n° 285.

BORDENAVE (A.), et GRANIER (T.), « De la « double peine » en cas de recours à une « double LuxCo » ? », *option finance*, 2011, *Lettre M&A et Private Equity*, p.11.

BORELLO (M.) et LEIMBACH (M.), « Les financements de satellites », *RDBF*, 2010, n°6, p. 135.

BORGA (N.), « Titres super-subordonnés et plan de sauvegarde », *BJS*, 2010, n°6, p. 604.

BORGA (N.) et FAVARIO (T.), « Affaire Thor : le dirigeant social, entre le marteau et l'enclume », *BJE*, 2014, n°1, p. 41 et s.

BOULOC (B.), « les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissements et les titres participatifs », *Rev. Société*, 1983, p.523.

BOURBOULOUX (H.), « Vote du plan de sauvegarde de la société Thomson SA », LEDEN, 2010, n°4, p. 2.

BOURBOULOUX (H.), « Lorsque la finance structurée investit le plan : le sort des dettes in fine à la recherche du compromis », BJE, 2011, p. 110.

BOURBOULOUX (H.), « Nouveau contexte, nouveaux débiteurs », BJE, 2012, n°5, p. 314.

BOURRIER-HESSE (F.), « Les Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) », LPA 2008, n°131, p.7.

BREMOND (G.) et SCHOLASTIQUE (E.), « Réflexions sur la composition des comités de créanciers dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaires », JCP E, 2006, p. 466.

BREMOND (G.), « La restructuration d'entreprises au cœur de l'actualité », Hebdo éd. Aff., 2013, n°349, n° Lexbase : N8336BTW.

BRILLET (J-P.) et ETIENNE (X.), « Une des conséquences de la crise financière sur la structuration des transactions : la « double Lux-co », Option Finance, 2011, n°1112, p. 29.

BRUNET (J.P) et CHAMEYRAT (J.), « Les techniques juridiques permettant le refinancement d'une dette LBO par voie de titrisation », RTDF, 2008, n° 2, p 71.

CALENDINI (J.M), « le principe de proportionnalité en droit des procédures collectives », LPA, 1998, n°117, p. 51 et s.

CARAMALLI (D.), « Entreprises en difficulté : la question de la validité des clauses de remboursement anticipé », LPA, 2009, n°58, p. 3 et s.

CARAMALLI (D.), « Quelques réflexions sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif dans un contexte de LBOs en difficulté », JCP E, 2009, n° 15, p.17.

CARAMALLI (D.), « Dettes LBO : les rapports de force existants à l'heure des renégociations », D., 2013, p. 451.

CARAMALLI (D.), « Droit des entreprises en difficulté : quelques suggestions d'amélioration », D., 2013, n°36, p. 2418.

CARTIER-MILLION (E.), « Titrisation et LBO », RDBF, 2006, n°4, p.56.

CEVAËR (E.) et PERROT (P-E.), « L'EIRL et les sûretés négatives - Un vin nouveau pour de vieilles outres », JCP. E, 2011, n° 23, p. 46.

CHASSOL (C.) et DE ROULHAC (A.), « Les financements maritimes », RDBF, 2010, n°6, p. 140.

CHAMMAS (L.), DANOS (F.), MARCHETEAU (D.), «Financement d'un LBO », actes pratiques et ing. soc., 2008, n° 99, p. 13.

CHAVANET (G.), «La restructuration de dette des LBO», option finance, 2013, n°1227, p. 36.

CIONI (L.), « Les cessions d'antériorité et les créances de dernier rang », LPA, 1981, n°32, p.7.

CAUSSE (H.) et MAYMONT (A.),« L'abus de personnalité morale », J. sociétés, 2011, n°86, p. 35.

COLLET (M.) et DUBERTRET (M.), « Du recours à la fiducie-sûreté dans le cadre des opérations de LBO, pour une plus grande sécurité juridique et fiscale », RTDF, 2012, n° 2, p.74.

COUDERC-FANI (X.) et THOMAS (P.), « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles Lux-co », RDBF, 2015, n° 4, p. 20.

COURET (A.), « Les financements « mezzanine », JCP E, 1990, n° 9, p. 143.

COURET (A.), « L'harmonisation : voie et degré de convergence entre les droits nationaux, européens et internationaux », LPA, 2006, n° 209, p. 31.

COUTURIER (G.), « Les créanciers et la sauvegarde financière de l'entreprise en difficulté », BJS., 2010, n° 7, p. 683.

COUTURIER (G.) et SENECHAL (M.), «Créanciers antérieurs: l'égalité a-t-elle vécu ? », BJE, 2012, n° 5, p. 328.

DAMMANN (R.), DE CRAENE (C.), MERCIER (J-L.) et M. MENJUCQ « Atelier n° 5 : Opportunités et limites des nouveaux outils de financements », LPA, 2009, n° 71, p.33.

DAMMANN (R.) et LAVENANT (A.), « Percer le mystère du montage « double LuxCo » », BJE., 2013, n° 5, P. 268 et s.

DAMMANN (R.) et LEBRETON (G.), « Restructuration Saur : la conversion de créances en capital dans le cadre d'un plan *lender led* », BJS, 2013, n° 11, p. 697.

DAMMANN (R.) et LUCAS (F-X), «Faut-il déjà réformer la réforme du 12 mars 2014 ? », BJE, 2014, n° 3, p. 143.

DAMMANN (R.), MENJUCQ (M.) et ROUSSEL GALLE (P.), « Le nouveau règlement européen sur les procédures d'insolvabilité », RPC, 2015, n° 1, p. 10.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), « L'ingénierie financière et les plans : état des lieux et perspectives », Dr. et patr., 2013, n°223, p.76.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), «Les enjeux de la réforme des comités de créanciers», JCP E, 2009, n°47, p. 36.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), « Affaire Cœur Défense : exemple d'instrumentalisation de la procédure de sauvegarde », D., 2010, n°88, p. 7.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultant de l'ord. du 12 mars 2014 », D., 2014, n°12, p. 752.

DAMMANN (R.) et RAPP (A.), « La Cour de cassation sanctionne le forum shopping frauduleux et précise la notion d'ordre public du règlement communautaire n° 1346/2000 », D., 2011, n°25, p. 1738.

DAMMANN (R.) et RAPP (A.), « La responsabilité pour soutien abusif de l'article L. 650-1 du code de commerce: la fin des incertitudes », D., 2012, n°22, p. 1455.

DAMMANN (R.) et ROBINET (M.) « La sauvegarde, un outil pour protéger les associés du débiteur ? », BJS, 2009, n° 12, p. 1116.

DAMMANN (R.) et SCHNEIDER (S.), « La sauvegarde financière accélérée - analyse et perspectives d'avenir », D, 2011, n° 21, p. 1429.

DAMMANN (R.), « La situation des banques titulaires de sûretés, après la loi de sauvegarde des entreprises », Banque et droit, 2005, n° 103, p. 16.

DAMMANN (R.), « le détournement de la protection du patrimoine les mesures de protection du patrimoine en droit des affaires : le fractionnement du patrimoine par constitution d'une fiducie ou d'une société filiale», RJ com., 2015, n° 2, p. 268.

DAMMANN (R.), « La faillite internationale de groupes de sociétés. - Les travaux de la CNUDCI », JCP. E, 2015, n° 30-35, p. 1481.

DAUDIER DE CASSINI (JD.) et NOURY (AS.), « Obligataires et procédures collectives », BJS, 2009, n°12, p.1126.

DEBAUDRE (A.) et VERMEILLE (S.), « LBO et traitement des conséquences de l'excès d'endettement », revue banque et stratégie, 2012, n° 309, p. 20 et s.

DELATTRE (C.), GORRIAS (S.), LAMBERT (J-P.) et PEROCHON (F.), « Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des cloisonnements de patrimoines : vers l'implosion de la procédure collective », BJE, 2013, n° 5, p. 328 et s.

DE MOUY (D.), « Le financement du nucléaire », RDBF, 2010, n°6, p. 144.

DENEZ (P.Y) et FOURCAULT (O.), « La conversion de créance en capital dans la loi de sauvegarde », J. sociétés, 2009, n° 68, p.27.

DEREN (O.), « LBO: gestion des risques et flexibilité des structurations juridiques», JCP E, 2009, n° 23, p. 32.

DE KERGOMMEAUX (X.) et DOAT (P.), « La titrisation whole business », RDBF, 2006, n° 4, p. 49.

DE KERGOMMEAUX (X.) et VAN GALLEBAERT (C.), « La titrisation d'actifs immobiliers », BJB, 2002, n° 3, p. 181.

DE MICHELE (J.) et LAURENT (N.), « Le point de vue du praticien sur dix principales mesures du projet de réforme de la sauvegarde », JCP G, 2008, n° 48, p. 24 et s.

DIESBECQ (A.) et ROUSSEL GALLE (P.), « La prévision et le droit des entreprises en difficulté », GP, 2010, n° 363-364, p. 8.

DOUAOUI-CHAMSEDDINE (M.), « Question soulevée par un plan de sauvegarde écartant un accord de subordination: quel recours pour les seniors en cas d'atteinte à la propriété ? », RPC, 2012, n°1, p. 24.

DOUAOUI-CHAMSEDDINE (M.), « Le plan de sauvegarde et les accords de subordination : les atteintes aux droits des créanciers seniors », RDBF, 2012, n°6, p. 11.

EL MEJRI (A.), « Investisseurs et banquiers face aux risques de gestion de fait dans les LBO », JSS, 2012, n° 100, p. 78.

FAGES (B.), « Reconnaissance de la *parallel debt* », RTD civ., 2012, n°1, p. 116.

FAURE-DAUPHIN (F.), « La société de titrisation », RTDF, 2008, n°3, p.88.

FAUGEROLAS (L.), « subordination des créances », JCP E, 1991, n° 42, p. 429 et s.

FISZELSON (É.), « L'arrêt Belvédère et la gestion des sûretés de droit français », RLDC, 2012, Supp. n° 99¹²⁶⁹, p. 51.

FRAIMOUT (J.-J.), « Contestation de la décision de l'assemblée d'obligataires par les porteurs de titres super subordonnés (TSS) dans l'affaire « Thomson » (« Technicolor ») », RPC, 2011, n° 2, p. 48.

FRISON ROCHE (M.A), « Le caractère collectif des procédures collectives », RJC, 1996, p. 301.

GAGNEPAIN (T.), « Cœur Défense : une affaire remarquable », Décideurs strat. Fin et droit, 2009, n°110 p. 56.

GALLAND (M.), « Les titres super-subordonnés », LPA, 2003, n° 228, p. 107.

GALLAND (M.), « La subordination de dernier rang : régime et finalités des titres super-subordonnés », BJS, 2006, n°10, p.1111.

GALLOIS-COCHET (D.), « Les montages en droit des sociétés », Rev. des contrats, 2007, n° 3, p. 1022 et s.

GARÇON (J.-P.), « Le droit au remboursement permanent des comptes courants d'associés », JCP E, 1998, n°40, p. 1536.

1269 Extrait des rencontres Lamy droit civil, Aix-en-Provence.

GAUDEL (P-J) et MULLENBACH (J-L.), « Evaluer une entreprise en difficulté », Revue échanges, 2004, n° 211, p. 10.

GHALIMI (N.), « Le traitement différencié des créanciers dans les plans de sauvegarde et de redressement », LPA, 2014, n° 253, p. 4.

GHESTIN (J.), « Le contrat en tant qu'échange économique », Revue d'économie industrielle, 2000, n°92, p. 81.

GILLET (F.), « Le crédit de l'entreprise et la sécurité de ses bailleurs de fonds », Banque, 1973, n°1083, p.1086 et s.

GOLSHANI (S.) et MARTEL (J-P), « La réforme de la sauvegarde, état des lieux et premiers éléments de réponse », J. sociétés, 2009, n° 67, p.15.

GRELON (B.), « La consultation des créanciers obligataires dans le cadre d'une procédure collective d'insolvabilité », Rev. Société, 2008, n°1, p. 25.

HAMOU (R.), « Les titres super-subordonnés dans les LBO », Dr. et Patr., 2004, n°128, p. 26.

HENRY (L-C) et JAZOTTES (G.), « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs États », RPC, 2011, n° 1, p. 95 et s.

HENRY (L-C), « Les enjeux des montages au regard de la réglementation européenne », RPC, 2013, n° 3, p. 62 et s.

HENROT (J.), « Financement LBO et Entreprises en difficulté », RDBF, mai 2007, n°3, p. 82

HOVASSE (H.), MORTIER (R.) et MARCHETEAU (D.), «Les LBO (*leverage buy out*) », actes pratiques et ing. soc, 2008, n° 98, p. 3.

HUGUENIN (F.), « Financements Structurés et Opérations de LBO : De l'analyse financière consolidée à la confusion des patrimoines ? », Décideurs Juridiques et Financiers, 2003, n° 47, p. 20.

IDOT (L.), « La notion d'entreprise », Rev. sociétés, 2001, n°2, p. 191.

JASSAUD (N.) et RAHMOUNI-ROUSSEAU (I.), « Innovation, produits structurés et stabilité financière », revue d'économie financière, 2008, vol. 92, n°2, p. 129.

JAZOTTES (G.) et SENECHAL (M.), « L'ouverture d'une "faillite européenne" », RPC, 2008, n°2, p. 90.

JEANTIN (M.), « Contribution à l'interprétation de l'article 178 de la loi du 25 janvier 1985 », BJS, 1995, n°3, p. 262.

JULIEN (F.), « Financements, garanties et frontières », RDBF, 2010, n° 1, p. 99.

KENSICHER (H.), « Avant et après la sauvegarde Cœur Défense », Déc. stratégie fin., 2010, n°115, avr. 2010, p. 70.

KENSICHER (H.), « Six ans déjà et toujours rien de bien rassurant à propos de l'article L.650-1 du Code de commerce », JSS, 2012, n° 96, p. 29.

LAGARRIGUE (A.), « Titres super-subordonnés, actions de préférence : dette ou capital ? », RDAI n°4, 2005, p. 540.

LEBEL (C.), « Distinction entre le refus de payer et la cessation des paiements », Droit rural, 2009, n° 377, p. 44.

LE CANNU (P.), « Pacte d'actionnaires à des fins d'investissement temporaire », BJS, 2009, n°1, p.40.

LE CORRE (P-M.), « Les irrégularités affectant la composition et le vote des comités de créanciers dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire », D., 2007, n° 12, 822.

LE CORRE (P-M.), « La règle de l'interdiction des paiements au lendemain de l'ordonnance du 18 déc. 2008 », GP, 2009, n° 69, p. 25.

LE CORRE (P-M.), « Porteurs de TSS et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », D. Lettre Omnidroit, 2010, n°91, p. 19.

LE CORRE (P-M.), « Porteurs de titres super-subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », D., 2010, n°14, p. 839.

LE CORRE (P-M.), « L'avènement prochain d'une procédure semi-collective », GP, 2010, n°219,

LE CORRE (P-M.), « Pour quelques barils de plus chez la fille, et pour quelques dollars de moins...chez la mère : la loi Petroplus du 12 mars 2012 », Rev. Sociétés, 2012, n°7-8 p. 412.

LE CORRE (P-M.), « Le sort des créanciers. Quel état des lieux ? », Dr. et patr., 2013, n°223, p.65.

LE CORRE (P-M.), « Les conséquences d'erreurs dans les répartitions : pour une évolution des solutions », La lettre juridique, 2013, n°552, p. 25.

LE CORRE (P-M.), « L'ordonnance du 12 mars 2014 et les modifications affectant la déclaration et la vérification des créances », GP, avril 2014, n° 96-98, p. 47.

LEGUEVAQUES (C.), « L'égalité des créanciers dans les procédures collectives : flux et reflux », GP., 2002, n° 218, p. 2.

LEGEAIS (D.), « Les concours consentis à une entreprise en difficulté », JCP. E, 2005, n°42, p. 1510.

LEGROS (J-P), « L'ordonnance du 18 décembre 2008 réformant la loi de sauvegarde des entreprises. - Seconde partie : redressement, obligataires, liquidation et sanctions », *Droit des soc.*, 2009, n° 4, p. 13.

LEGROS (J-P), « Le juge français peut prononcer la liquidation d'une société dont le siège social est en Algérie dès lors que cette dernière possède un établissement immatriculé en France », *JCP. E*, 2006, n°27, p. 1227.

LE GUERNEVE (L.) et MORELLI (N.), « Vers un droit de la restructuration financière », *Cah. dr. entr.*, 2011, n° 4, p. 16.

LE GUERNEVE (L.) et MORELLI (N.), « Les nouveaux enjeux des comités de créanciers », *Cah. dr. entr.*, 2011, n° 4, p. 17.

LE NABASQUE (H.), « Clause de prix insérée dans les promesses d'achats de droits sociaux : l'interrogation continue. La clause doit-elle exonérer temporairement le bénéficiaire de toute contribution aux pertes ou faut-il distinguer entre contrat d'investissement et contrat de société ? », *Rev. Sociétés*, 2005, n°3, p. 593.

LE NABASQUE (H.), « Titres Super Subordonnés », *RDBF*, 2010, n°4, p. 80.

LEONARD (T.), NOURY (A-S.) et TREVIÑO (S.), « L'affaire Fagor-Brandt vue de l'intérieur ou comment pallier l'absence de la notion de groupe au sein de l'Union européenne », *BJE.*, 2015, n° 2, p. 77.

LE ROY (H.), « Les clauses de « préférence » et de « subordination » en droit français et les emprunts (Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) », *RDAL*, 1986, n° 7, p. 726.

LEVIN (R.), « La restructuration d'entreprise dans le cadre du chapitre 11 du Code Américain des faillites », *Cah. de dr. de l'entrep.*, 2009, n°5, p. 21 et s.

LIENHARD (A.), « Réforme du droit des entreprises en difficulté : présentation de l'ord. du 12 mars 2014 », *D.*, 2014, n°11, p. 663 et s.

LOGET (J.) et PERES (A.), « Technicolor : une restructuration riche d'enseignements », *BJS*, 2011, n°1, p. 64.

LUCAS, (FX.), « Créance de remboursement d'un prêt participatif et principe d'égalité entre les créanciers antérieurs », *RDBF*, 2002, n° 4, p. 142.

LUCAS, (FX.), « Les actionnaires ont-ils tous la qualité d'associé ? », *RDBF*, 2002, n°4 p. 216.

LUCAS, (FX.), « Du contrat de société au contrat d'investissement », *RDBF*, 2005, n°2, p. 50 et s.

LUCAS, (FX.), « Situation des associés d'une société civile soumise à une procédure collective », *Dr. des soc.*, 2006, n° 5, p. 16 et s.

LUCAS, (FX.) et SENECHAL (M.), «Fiducie vs Sauvegarde. Fiducie ou sauvegarde, il faut choisir», D., 2008, n°1, p.29.

LUCAS, (FX.), « Les principales modifications de la procédure de sauvegarde dans le projet de réforme », GP, 2008, n° 313, p. 11.

LUCAS, (FX.), «Retour sur le caractère (non) léonin des promesses d'achat d'actions à prix minimum garanti », BJS, 2009, n° 6, p.583 et s

LUCAS, (FX.), « Les difficultés des LBO sont-elles solubles dans la sauvegarde ? », BJS, 2010, n° 3, p. 211.

LUCAS, (FX.), « Cœur défense : douche froide pour la procédure de sauvegarde », LEDEN, 2010, n° 4, p. 1.

LUCAS, (FX.), « Éditorial – L'éligibilité des holdings à la sauvegarde », BJS, 2011, n° 4, p. 281.

LUCAS, (FX.), « Caractère collectif de la procédure et sauvegarde financière accélérée », RPC, 2012, n° 3, p. 93.

LUCAS (FX.), « Le droit des entreprises en difficulté à l'épreuve de la crise économique : Rapport de synthèse », BJE, 2012, n° 5, p. 336.

LUCAS (FX.), « Responsabilité d'une banque qui finance un LBO ruineux », BJS, 2013, n°4, p. 267.

LUCAS, (FX.), « La subordination des créances à l'épreuve de la procédure collective », RPC, 2013, n°3, p. 73.

LUCAS, (FX.), «Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des droits de l'actionnaire: propriété économique et propriété juridique, qui doit financer la restructuration ?», BJE., 2013, n°5, p. 332.

LUCAS, (FX.), « L'ordonnance du 12 mars 2014 et le droit des sociétés », BJS, 2014, n° 6, p. 403.

MACORIG-VENIER (F.), « L'exclusivité », LPA, 2011, n° 30, p. 59.

MACORIG-VENIER (F.), « Les créanciers antérieurs, hors comités, après l'ordonnance du 12 mars 2014 », BJE, 2014, p. 185.

MARTIN (L-M.), « Sûretés traquées, crédit détraqué », Rev. Banque, 1975, p. 1138.

MARTIN-SERF (A.), « Faute de gestion. Société débitrice holding sans activité réelle dont l'objet unique était un LBO », RPC, 2014, n°6, p. 49.

MARTIN-SISTERON (H.), « Le montage de financement sur projet charia *compliant* », JSS, 2010, n°77, p. 2.

MASSART (T.), « réflexion sur les financements « mezzanines » », LPA, 1992, n°155, p.10.

MENJUCQ (M), « Compétence des tribunaux français en matière de procédures collectives et traité franco-belge », BJS, 1999, n°6, p. 637.

MENJUCQ (M), « L'efficacité des sûretés à l'épreuve des procédures transfrontalières », RPC, 2009, n° 3, p. 19.

MENJUCQ (M), « Affaire Heart of La Défense : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », RPC, 2010, n° 3, p.13.

MENJUCQ (M), « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions de l'ouverture de la sauvegarde », RPC, 2012, n°2, p. 15.

MENJUCQ (M), « Les enjeux des montages au regard du droit international », RPC, 2013, n°3, p. 65.

MENJUCQ (M), « La contractualisation du droit des entreprises en difficulté », RPC, 2015, n° 3, p. 1.

MONSERIE-BON (M-H), « La mise en œuvre des stratégies offertes par la loi de sauvegarde », Dr. et patr, 2013, n° 223, p.59.

MONSERIE-BON (M-H), « Le montage à l'épreuve des procédures collectives. La situation de la société Holding », RPC, 2013, n° 3, p. 58 et s.

MONSERIE-BON (M-H) et JAZOTTES (G.), « Les groupes et les stratégies des créanciers », RPC, 2013, n°6, p. 72 et s.

MONTERAN (T.), « l'état de cessation des paiements, clef de voute des procédures collectives », RPC, 2001, n°1, p. 1.

MORELLI (N.), « La sauvegarde du SPV », actes pratiques et ing. soc., 2010, n°110, p. 37.

MORELLI (N.), « Affaires Cœur Défense : le SPV est bel et bien une personne morale-presque-comme les autres », Rev. Sociétés, 2012, n°9, p. 523 et s.

MORELLI (N.), « L'amélioration du rôle des créanciers dans le cadre de l'adoption du plan. Le point de vue du praticien », RPC, 2014, n° 4, p. 69.

MORELLI (N.), « La contractualisation du droit des entreprises en difficulté », RPC, mai 2015, n° 3, p. 1.

MOULIN (J-M), « Rapport introductif : qu'est-ce qu'un montage ? », RPC, 2013, n°3, p. 50.

MÜLLER (E.), « Les financements « mezzanine » », Banque et Droit, 1991, n° 18, p. 152.

NEMEDEU (R.), « Le principe d'égalité des créanciers : vers une double mutation conceptuelle (Etude à la lumière du droit français et Ohada des entreprises en difficulté) », RTD Com., 2008, n°2, p. 241.

PACLOT (Y.) et PORACCHIA (D.), « Conditions de l'extension d'une procédure d'insolvabilité, ouverte en France, à une société dont le siège est en Italie », JCP E, 2012, n°5, p. 21 et s.

PAGNUCCO (J-C), « Le couple SCI/société d'exploitation », RPC, 2013, n° 3, p. 54.

PEIGNEY (G.) et RENAUDIE (I.), « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux « Mezzanine Providers » - Une approche par la dynamique existant entre les parties impliquées », RDBF, 2008, n° 3, p. 65.

PELLETIER (N.), « Nouvelles règles de compétence pour les groupes de sociétés », LEDEN, 2015, n° 9, p. 7.

PERIGNON (B.), « Financements structurés : la valeur ajoutée au service des clients », MTF Agefi, 1998, n° 95, p. 11 et s.

PEROCHON (F.), « Les montages à l'épreuve et au service du droit des procédures collectives - Rapport de synthèse », RPC, 2013, n°3, p. 84.

PEROCHON (F.), et ROUSSEL GALLE (P.), « Le mandat ad hoc et la conciliation ; Note sous Ordonnance numéro 2014-326 du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives », GP, 2014, n°365-3, p. 4.

PETEL (P.), « Le nouveau droit des entreprises en difficulté: acte II », JCP E, janvier 2009, n°3, p. 27 et JCP G, 2009, n°6, p. 17.

PIETRANCOSTA (A.) et VERMEILLE (S.), « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit Perspectives d'avenir ? », RTDF, 2010, n°1, p. 4.

PIERRE (S.), « L'indu et les erreurs de répartitions dans le cadre de la liquidation judiciaire », RPC, 2000, n°1, p. 1.

PODEUR (G.), « La procédure collective du fiduciaire : quelles protections pour le constituant et le bénéficiaire ? », D, 2014, n°29, p. 1653.

POLLAUD-DULLIAN (F.), « Le principe d'égalité dans les procédures collectives », JCP G., 1998, n°23, p. 969 et s.

PORACCHIA (D.), « éléments constitutifs de la société et personnalité morale », Dr. et patr. , 2009, n°181, p. 97 et s.

PORACCHIA (D.), « LBO et faute de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif », Rev. Sociétés, 2015, n°6, p. 391 et s.

ROBINE, (D.), « Le sort de l'agent des sûretés », RPC, 2013, n°3, p. 69.

ROBINE, (D.), « L'article L. 650-1 du code de com. : un « cadeau » empoisonné ? », D., 2006, p. 69.

ROHART (J-S.), « Faut-il se méfier de l'apparence ? La saisie conservatoire des navires apparentés », DMF, 1988, p. 499 et s.

ROUSSEL GALLE (P.), « Le groupe de sociétés en procédure collective », LPA, 2010, n° 80, p. 54 et s.

ROUSSEL GALLE (P.), « La théorie du patrimoine et le droit des procédures collectives », RLDC, 2010, n° 77, p.84.

ROUSSEL GALLE (P.), « La loi Petroplus : quelques réflexions... avec un peu de recul », RPC, 2012, n°3, p.11.

ROUSSEL GALLE (P.), « L'apparition de créanciers atypiques », BJE, 2012, n° 5, p. 325.

ROUSSEL GALLE (P.), « effet personnel et effet réel des procédures judiciaires », Dr. et Patr, 2013, n°223, p. 63.

ROUSSEL GALLE (P.), « La proposition de révision du règlement n° 1346/2000 sur les procédures d'insolvabilité, entre prudence et audace », JCP E, 2013, n° 12, p. 9.

RAVISY (N.L) et LEVESQUE (M.I), « Les accords conclus entre actionnaires dans les opérations de LBO », GP, 2004, n°147, p. 9.

ROUAST-BERTIER (P.), « Société fictive et simulation », Rev. Sociétés, 1993, n°4, p. 725.

SAIGNE (P.), « Affaire Cœur Défense : coup d'arrêt pour l'utilisation de la sauvegarde dans le cadre de la restructuration des LBO ou simple avertissement ? », option finance, 2010, n°1076, p.27.

SARMET (M.), « Les financements internationaux de projet en Europe », Banque, 1980, n° 392, p. 183.

SEKFALI (Z.), « Financements structurés et financements d'acquisitions d'entreprises », RDBF, 2008, n° 3, p. 57 et s.

SEKFALI (Z.), « Les financements d'actifs à l'exportation », RDBF, 2010, n°6, p. 119.

SEKFALI (Z.), « La technique de la subordination dans les financements internationaux d'acquisition d'entreprises, de projets et d'actifs. Régime juridique et pratique en France, aux États-Unis et en Grande-Bretagne. », Banque et Droit, 1999, n° 66, p. 4.

SOINNE (B.), « La double nature de la déclaration des créances », RPC, 1993, n°536, p. 94.

STOUFFLET (J.), « Commentaire de diverses clauses insérées dans des contrats de financement d'opérations de LBO », RDBF, 2008, n° 2, p. 80.

TEBOUL (G.), « L'affaire Technicolor : la sauvegarde en rose (À propos de TC Nanterre, 17 février 2010) », LPA, 2010, n° 65, p. 3.

- TERRAY (J.), «Les composantes juridiques du financement de projet», MTF, 1992, n°42 p.22.
- TESTON (B.), « Le crédit acheteur, une technique de financement d'actifs à l'exportation », RDBF, 2010, n°6, p. 124.
- THERON (C.), « la loi de sauvegarde à l'épreuve des hedge funds et de leur ingénierie financière », Déc. Strat. Fin. Dr, 2008, n°99, p.53.
- THOMAS (P.), « Les covenants sont-ils trop nombreux et trop complexes ? », Rev. Banque, 2015, n°784, p. 80.
- TOURAINÉ (H.), « Finance structurée : définition, objectifs et éléments caractéristiques », RTDF, 2006, n° 3, p. 131.
- TRICOT (D.), « propos conclusifs : la cessation des paiements, une notion, stable, souple et sûre », LPA, 2007, n° 119, p. 44.
- VALLENS (J-L.), « sauvegarde financière expresse, modifications du plan de sauvegarde et de redressement », LPA, 2010, n° 250, p. 47.
- VALLENS (J-L.), « Tourisme judiciaire et insolvabilité : les risques du forum shopping », RPC, 2012, n° 4, p. 10 et s.
- VAMPARYS (X.), «Extension de la procédure collective aux sociétés d'un groupe et droit de la faillite aux États-Unis : la substantive consolidation. », BJS, 2006, n° 4, p. 437 et s.
- VANDOMME (L.), « « to time, to budget, to specification » : l'allocation des risques opérationnels dans le cadre des financements de projets BOT », RDAI, 1999, n°8, p. 875.
- VAN GALLEBAERT (C.), « Les principales évolutions entre le FCC d'hier et le FCT d'aujourd'hui Titrisation du risque d'assurance », RTDF, 2008, n° 3, p. 93.
- VASSEUR (M.), « l'ingénierie financière », Rev. Banque, 1990, n°501, p. 7.
- VEDEL (G.), « de l'arrêt Septfonds à l'arrêt Barinstein », JCP, 1948, I, p. 682.
- VERMEILLE (S.), «Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ?», JCP E, 2009, n° 28, p. 21.
- VERMEILLE (S.) et FRANCOIS (T.), « le feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé », JCP. E, 2012, n°40, p 26.
- VIANDIER (A.), « Les conditions de mise en œuvre de la procédure de garantie de cours, l'action de concert et la fraude : note sous CA Paris, 10 mars 1992 », BJS, avril 1992, n°4, p. 425.
- VINCENT (T.), « La *single ship company* fictive », Rev. Sociétés, 2017, n°2, p. 81 et s.

VINCKEL (F.), « Le droit au remboursement du compte courant d'associé, à l'aune du droit des entreprises en difficulté », RPC, 2011, n° 1, p. 20.

WESTCOTT (V.), « Les financements aériens », RDBF, 2010, n°6, p. 131.

ZUIN (M.), « Du nouveau sur un sujet méconnu : les clauses de limitation de recours », RJDA, 2007, p. 559 et s.

Articles et contributions étranger

BERSTEIN (S.) et les membres du "Committee on Bankruptcy of the Association of NYC", «Structured financing techniques» »,1995, The Business Lawyer, n° 2 , p 528.

BROUDE (M.A.), CANTOR (M.A.), DUNNE (D.F.), LUSKIN (M.), MARCUS (J.) et TRUST (H.A.S), « Not So Remote After All: Bankruptcies of So-Called « Bankruptcy Remote» Special Purpose Entities and Other Structured Vehicles », 2012, American bankruptcy institute, p. 476.

CASE (S.H.), « I Thought I Put That Where You Couldn't Reach It: Bankruptcy-Remote Entities, Special-Purpose Vehicles and Other Securitization Issues », 2003, Practising Law Institute Commercial Law and Practice, n°840, p. 66.

DAWSON (P. R.), « Ratings games with contingent transfer: a structured finance illusion », Duke Journal of comparative and international law, Vol. 8:38, p. 392.

GORTON (G.B.) et SOULELES (N.S), «Special Purpose Vehicles and Securitization », 2007, National Bureau of Economic Research Univ. of Chicago Press, p. 555.

JENTI (L.H), « Railroads as an economic force in american development », 1944, Journal of economic history, n°1, p. 1.

LUBBEN (S.J.), « Beyond True Sales - Securitization and Chapter 11 », Mai 2004, NYU Journal of Law & Business, p. 1.

MORRISON (E. R.), « Intercreditor Issues and Relative Priorities among Creditors », septembre 2013, American Bankruptcy Institute, p.7.

MURRAY (J. C.), « Equitable Subordination in Bankruptcy: An Analysis of In re Yellowstone»,février 2010, American Bar Association Report, p. 1 et s.

REEHL (C.B.) et MILNER (S.P), « Cram-Down Interest Rates: The Quest Continues », 2009, California Bankruptcy Journal, n° 30-1, p. 19.

RINGE (W. G.), « Forum Shopping under the EU Insolvency Regulation », 2008, University of Oxford, Faculty of Law, Oxford Legal Studies Research Paper No. 33/2008.

SKEEL (D. A.), «The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter II Reorganization Cases», avril 1992, Virginia Law Review. n° 78-461, p. 461.

VI Notes et observation de jurisprudence

ANDREU (L.) et JULIENNE (M.), note sous Cass. com., 1^{er} octobre 2013, D, n°2, p. 127.

ANTONINI-COCHIN (L.), note sous Cass. com., 16 mars 2010, n° 08-13.147 ; note L. Antonini-Cochin, GP, juillet 2010, n°183-184, p. 13.

ARCELIN LECUYER (L.), note sous Cass. com., 8 mars 2011, D, n°21, juin 2011, p. 1441.

AYNES (L.) et P. DUPICHOT (P.), note sous Cass. com., 13 septembre 2011, Dr. et patr., février 2012, n°211, p. 77 et s.

BARBIERI (JF.), note sous Cass. com., 9 octobre 2007, BJS, janvier 2008, n°1, p. 17.

BATIFFOL (H.), note sous Cass. 1^{ere} civ., 15 février 1972, Rev. crit. DIP, 1973, p. 77.

BEHAR-TOUCHAIS (M.), note sous Ass. Plén. 26 Janvier 2001, JCP E, avril 2001, n°14, p. 617.

BERNHEIM (L.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, LPA, mars 2003, n°51, p. 13.

BLANC. (N.), note sous Cass. 1^{ere} Civ., 14 novembre 2013, GP, janvier 2014, n°22-23, p.19.

BONHOMME (R.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, BJE, septembre 2012, n°5, p. 279

BONNEAU (T.), note sous Cass. com. 30 octobre 2007, Banque et Droit, janvier 2008, n°117, p.26.

BONNEAU (T.), note sous Cass. com. 7 avril 2009, Banque et Droit, juillet 2009, n°126, p.19.

BONNEAU (T.), note sous Cass. Com. 21 Février 2012, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 22.

BORGA (N.), note sous CA de Versailles 18 Novembre 2010, BJS, janvier 2011, n°1, p. 31.

BORGA (N.) et D'AVOUT (L.), note sous Cass. com., 13 septembre 2011, D, octobre 2011, n°36, p. 2518.

BORGA (N.), note sous Cass. com. 21 Février 2012, BJS., mai 2012, n°5, p. 426 et s.

BOUCHE (N.), note sous Cass. 1^{ere} civ., 30 juin 2004, D., octobre 2004, n°38, p. 2743.

BOULOC (B), note sous Cass. com. 22 mai 2007, RTD Com, janvier 2008, n°1, p. 172.

BOURU (O.) et MENJUCQ (M.), note sous Cass. com., 19 avril 2005, JCP G, juin 2005, n°26, p. 1241.

BRENA (S.), note sous Cass. 1^{ere} Civ., 14 novembre 2013, JCP E, mars 2004, n°12, p. 465.

CABRILLAC (M.) et VIVANT (M.), note sous Cass. Com 19 avril 1985, JCP E, n°16, avril 1986, p. 1, act. 15331.

CABRILLAC (M.) et PETEL (P.), note sous Cass. com. 14 décembre 1993, JCP E, septembre 1993, n°37, p. 277.

CABRILLAC (M.), note sous, Cass. Com 3 janvier 1996, RTD Com, avril 1996, n°2, p. 311.

CABRILLAC (M.), note sous Cass. com. 30 Octobre 2000, JCP G, février 2001, n°7-8 I 298 p.366.

CABRILLAC (M.) et PETEL (P.), note sous Cass. com., 27 février 2007, JCP E, septembre 2007, n°39, p. 20.

CADIET (L.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, RDC, décembre 2003, n°1, p. 182.

CAMPANA (MJ.) et CALENDINI (JM.), note sous Cass. com., 14 décembre 1993, JCP E, mai 1994, n°18, p. 103.

CAMPANA (MJ.) et CALENDINI (JM.), note sous Cass. com., 28 mai 1996, Revue de droit bancaire et de la Bourse, septembre 1996, n°57, p. 207.

CAS (G.), note sous Cass. 1^{ère} civ., 4 février 1992, D., avril 1992, n°14, p. 181.

CAYROL (N.), note sous Cass. 1^{ère} civ., 10 Juillet 2001, LPA, avril 2002, n°86, p. 18.

CERATI-GAUTHIER (A.), note sous Cass. com., 26 juin 2007, RLDA, septembre 2009, n°19, p. 30.

CERATI-GAUTHIER (A.), note sous Cass. com., 10 mai 2011, RLDA, juillet 2011, n°62, p. 10.

CERATI-GAUTHIER, (A.), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, RLDA, mars 2015, n°102, p. 10.

CERLES (A.), note sous Cass. com. 22 mai 2007, RDBF, juillet 2007, n°4, p. 17.

CHAMPAUD (C.) et DANET (D.), note sous Cass. com., 9 juill. 2002, RTD Com, janvier 2003, n°1, p. 110.

CHAMPAUD (C.) et DANET (D.), note sous Cass. Com 16 novembre 2004, RTD com., janvier 2005, n°1, p. 111.

CHAMPAUD (C.) et DANET (D.), note sous Cass. com., 19 avril 2005, RTD. Com., Juillet 2005, n°3, p. 541.

CHAMPAUD (C.) et DANET (D.), note sous Cass. com., 14 novembre 2006, RTD com, janvier 2007, n°1 p. 140.

CONSTANTIN (A.), note sous Cass. com. 22 Juin 1999, Rev. Société, octobre 1999, n°4, p. 824

CORDELIER (E.), note sous Cass. 1^{ère} Civ. 21 mars 1984, RTD Com., septembre 2004, n°4,

p. 667.

COURET (A.), note sous Cass. com. 22 Juin 1999, BJS, octobre 1999, n°10, p. 978.

COURET (A.), note sous Cass. com., 9 juill. 2002, BJS, août 2002, n°8, p. 939.

CROCQ (P.), note sous Cass. com. 22 mai 2007, RTD Civ, n°2, p. 333.

CROCQ (P.), note sous Cass. com., 1^{er} octobre 2013, D., n°23 p. 1706.

CROZE (H.) et GAUTIER (D.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, JCP E, mai 2003, n°19, p. 810.

CROZE (H.), note sous . CA Chambéry 15 décembre 1997 Revue procédures, février 1998, n° 2, p. 10.

DAIGRE (JJ.), note sous CA Rouen, 20 octobre 1983, Act. fid., juin 1985, p. 21.

DAIGRE (JJ.), note sous Cass. Com. 1er Octobre 1997, BJS, décembre 1997, n°12, p. 1089.

DAMMANN (R.) et ALBERTINI (A), note sous Cass. com., 13 septembre 2011, JCP E, novembre 2011, n°45, p. 17.

DAMMANN (R.) et DE. GERMAY (L.), note sous, CA Versailles, 19 janvier 2012, BJS, avril 2012, n° 4, p. 329 et s.

DAMMANN (R.) et OLLIVRY (M), note sous CJCE, 2 mai 2006, JCP E, novembre 2006, n°46, p. 1938 et s.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), note sous CA de Paris, 25 février 2010, D., mars 2010, AJ,n°10, p. 579.

DAMMANN (R.) et SAMUEL (F.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, D, septembre 2012, n°33, p. 2212.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), note sous Cass. Com. 21 Février 2012, BJE, mars 2012, n° 2, p. 78.

DAMMANN (R.) et LAVENANT (A.), note sous CA Colmar, ch. civ. 1, sect. A, 26 juin 2013, RPC, septembre 2013, n° 5, p. 14 et s.

D'AVOUT (L.), note sous CA Versailles, 13^{eme} ch., 20 mars 2008, RCDIP, juillet 2008, n°3, p. 649 ;

DELEBECQUE (P.) et SIMLER (P.), note sous Cass. com. 22 mai 2007, JCP E, n°2, p. 16.

DERRIDA (F.) et PERDRIAU (A.), note sous Cass. com., 19 févr. 2002, D, septembre 2002, n°32, p.2523 et s.

DOM (J.P.), note sous CJCE 9 mars 1999, BJS, juin 1999, n°6, p.705 et s.

DONDERO (B.), note sous Cass. com., 3 novembre 2004, GP, avril 2010, n°111, p. 18.

FAGES (B.) et MESTRE, note sous Ass. Plén. 26 Janvier 2001, RTD Civ., octobre 2002, n°4, p. 805.

FAGES (B.) et MESTRE (J.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, RTD Civ, avril 2003, n°2, p. 294.

FAGES (B.) et MESTRE (J.), Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, RTD Civ, juillet 2006, n°3, p. 550.

FRANÇOIS (J.) et RONTCHEVSKY (N.), note sous Cass. com. 22 mai 2007, Banque et Droit, septembre 2007, n°115, p. 67.

FILIOL DE RAIMOND (M.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, RLDA, septembre 2012, n°74, p. 33

GALLET (C.), note sous Cass. com. 30 janvier 1990, RJC, 1990, p. 373.

GAUTIER (PY.) et MAINGUY (D.), Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, D, juillet 2006, n°27, p. 1861.

GIBIRILA (D.), note sous Cass. com., 10 mai 2011, J. sociétés, juillet 2011, n°89, p.48.

GRELON (B.), note sous T. Com. de Nanterre 17 février 2010 N° RG : 2010L346, Rev. Sociétés, juin 2010, n°4, p. 244.

GRELON (B.), note sous CA de Versailles 18 Novembre 2010, Rev. Sociétés, avril 2011, n°4, p. 239 et s.

GRELON (B.), note sous Cass. Com. 21 Février 2012, Rev. Sociétés, juin 2012, n°7, p. 450.

GROUTEL (H.), note sous Cass. 1ere Civ., 26 Mai 1993, Resp. civ. et assur., oct. 1993, n°317, p. 3.

GUYON (Y.), note sous Cass. com., 9 juill. 2002, Rev. Sociétés, novembre 2010, n°4, p. 716.

HENRY (LC.), note sous, Cass. com., 21 mars 2006, D., juin 2006, n°21, p. 1466.

HENRY (LC.), note sous Cass. com. 21 février 2012, Rev. Sociétés , juin 2012, n°6, p. 399.

HENRY (LC.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, Rev. Sociétés, septembre 2012, n°9, p. 527.

HENRY (LC.), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, Rev. Société, mars 2015, n°3, p. 202.

HEUGAS-DARRASPEN (H.), note sous Cass. com. 30 octobre 2007, RDI , février 2008, n°1,p. 32.

HONORAT (J.) et HOVASSE (H.), note sous Cass. com., 24 juin 1997, Defrénois, mai 1998, n°10, p. 667.

IDOT (L.), note sous CJCE, 5 novembre 2002, Europe, janvier 2003, n°1, p. 20 et s.

IDOT (L.), note sous CJCE, 30 septembre 2003, Europe, novembre 2003, n°11, p.27 et s.

JARROSSON (C.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, Revue de l'arbitrage, avril 2003, n°2, p. 403.

JARROSSON (C.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, juin 2003, n°3, p. 263.

JAUX-SESEKE (F.) et ROBINE (D.), note sous TC de Nanterre, 15 février 2006, BJS, mai 2006, n°5, p. 575.

JAULT-SESEKE (F.) et ROBINE (D.), note sous T. com. Paris, 15 janvier 2007, BJS, avril 2007, n°4, p. 459 et s.

JOBARD-BACHELLIER (M.N), note sous Cass. 1^{ère} civ., 10 Juillet 2001, GP, juillet 2002, n°202, p. 13.

KUNTZ (J.-E.) et NURIT (V.), note sous CJUE, 1^{er} ch., 15 décembre 2011, BJS, mars 2012, n° 3, p. 240.

LAROCHE (M.), note sous Cass. com., 10 mai 2011, J. sociétés, décembre 2012, n°104, p. 22.

LEBEL (C.), note sous Cass. com., 19 avril 2005, GP, novembre 2005, n°308, p. 3.

LEBEL (C.), note sous Cass. com., 26 juin 2007, GP, octobre 2007, n°299, p. 21.

LE CANNU (P.), note sous, Cass. com. 21 janv. 1997, BJS, avril 1997, n°4, p.312 et s.

LE CANNU (P.), note sous Cass. com., 28 avril 1998, Defrénois, août 1998, n°15 p. 948.

LE CORRE (PM.), note sous Cass. com., 1er mars 2005, GP, juillet 2005, n°187, p. 13.

LE CORRE (PM.), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, D., octobre 2015, n°34, p. 1970.

LEGEAIS (D.), note sous Cass. com., 3 juill. 2007, RTD Com, janvier 2008, n°1, p. 161.

LEGEAIS (D.), note sous Cass. com. 30 octobre 2007, RTD com., avril 2008, n°2, p. 401.

LEGEAIS (D.), note sous Cass. com., 30 septembre 2008, RTD Com, janvier 2009, n°1, p. 191.

LEGEAIS (D.), note sous Cass. com. 27 mars 2012, JCP E, avril 2012, n°17, p. 34.

LEGROS (JP.), note sous Cass. com., 21 mars 2006, JCP. E, juillet 2006, n°27, p. 1227.

LEGROS (JP.), note sous Cass. com., 26 juin 2007, Dr. sociétés, octobre 2007, n°10, p. 22.

LEGROS (JP.), note sous Cass. com., 9 octobre 2007, Dr. sociétés, janvier 2008, n°1, p. 14.

LEGROS (JP), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, Dr. des sociétés, juillet 2015, n°7, p. 37.

LE NABASQUE (H.), note sous Cass. Com. 16 novembre 2004, Rev. Sociétés, juillet 2005, n°3, p. 593.

LE NABASQUE (H.), note sous Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, BJS, août 2006, n°8, p. 1072.

LEQUETTE (Y.), note sous Cass. 1^{ère} civ, 20 mars 1985, RCDIP, 1986, n°65, p.69.

LEVENEUR (L.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, Contrats Concurrence Consommation, juin 2003, n°6, p. 12.

LIBCHABER (R.), note sous Cass. com., 13 septembre 2011, BJE, décembre 2011, n°12, p. 987.

LIENHARD (A.), note sous Cass. com., 14 mai 2002, D., juin 2002, n°22, p. 1837.

LIENHARD (A.), note sous Cass. com., 21 mars 2006, D., mars 2006, n°13, p. 914

LIENHARD (A.), note sous CA de Versailles 18 Novembre 2010, D., décembre 2010, n°42, p. 2767.

LIENHARD (A.), note sous Cass. com. 27 mars 2012, D., mars 2012, n°14, p. 870.

LIENHARD (A.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, D., Juillet 2012, n°28, p. 1814.

LIKILIMBA (G.), note sous Cass. com., 28 avril 1998, JCP E, décembre 1998, n°49, p. 1926.

LOCHOUARN (D.), note sous Ass. Plén. 26 janvier 2001, JCP G, juin 2001, n°25, p. 1232 ;

LOUIT (JF.), note sous Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, RTDF, septembre 2009, n°2, p. 81.

LUCAS (FX.), note sous Ass. Plén. 26 Janvier 2001, RDBF, mars 2001, n°2, p. 91.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com., 14 mai 2002, RDBF, septembre 2002, n°5, p.262.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com., 9 juill. 2002, Dr. sociétés, décembre 2002, n°12, p. 27.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com., 1^{er} mars 2005, Juillet 2005, RDBF, n°4, p. 24 ; note JP.

LUCAS (FX.), note sous CJCE, 2 mai 2006, D., septembre 2006, n°32, p. 2250 et s.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com., 27 février 2007, RDBF, mars 2007, n°2, p. 25.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com., 26 juin 2007, RDC, octobre 2007, n°2007/4, p. 1224.

LUCAS (FX.), note sous CA de Versailles 18 Novembre 2010, BJS, février 2011, n°11, p. 85.

LUCAS (FX.), note sous Cass. Com. 10 janvier 2012, BJS, avril 2012, n° 04, p. 295.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com. 21 février 2012, D., septembre 2012, n°33, p. 2196.

LUCAS (FX.), note sous CA de Paris, 21 janvier 2014, LEDEN, fév. 2014, n° 2, p. 1.

LUCAS (FX.), note sous Cass. com. 5 mai 2015, LEDEN, juin 2015, n°6, p. 2.

LUCAS, (FX.), note sous CA Paris 11 Mai 2016, BJE, juillet 2016, n°4, p. 241.

MARRAUD DES GROTTES (G), note sous Cass. com. 22 mai 2007, RLDA, juillet 2007, n°40, p.33.

MAROTTE (J.) et ROBINE (D.), note sous Cass. com., 19 avril 2005, Rev. Société, octobre 2005, n°4, p. 897.

MARTIN-SERF (A.), note sous Cass. com. 27 octobre 1998, RTD Com., avril 1999, n°2, p. 499.

MARTIN-SERF (A.), RTD Com., note sous Cass. com., 14 décembre 1993, avril 1994, n°2, p. 364.

MARTIN-SERF (A.), note sous Cass. com. 22 mai 2007, RTD Com, octobre 2007, n°4, p. 833.

MARTIN-SERF (A.), note sous Cass. com. 10 Janvier 2012, RPC, novembre 2012, n°6, p.70.

MASTRULLO (T.), note sous CJUE, 12 juill. 2012, JCP E, septembre 2012, n°38, p. 23 et s.

MALAURIE (P.), note sous CA Poitier, 18 décembre 1953, D., 1954, p.519.

MATOUSEKOVA (M.) et LAHLOU (Y.), note sous TC de Nanterre, 15 février 2006, RDAI, juillet 2006, n° 4, p. 547.

MAUBERNARD (C.), note sous CJCE, 30 septembre 2003, Revue des affaires européennes, avril 2003, n°2, p. 304 et s.

MELIN (F.), note sous CA Versailles, 13^{eme} ch., 20 mars 2008, GP, avril 2008, n°118, p. 8.

MENJUCQ (M.), note sous cass. com. 22 Juin 1999, JCP G, mars 2000, n° 10, p. 417.

MENJUCQ (M.), note sous cass. 1ère civ., 19 novembre 2002, JCP E, octobre 2003, n°42, p. 1675.

MENJUCQ (M.), note sous CJCE, 5 novembre 2002, JCP E, mars 2003, n°12, p. 520 et s.

MENJUCQ (M.), note sous CJCE, 2 mai 2006, JCP E., septembre 2006, n°23, p. 1124 et s.

MENJUCQ (M.) et MASTRULLO (T.), note sous Cass. com., 13 septembre 2011, RPC, novembre 2011, n°6, p. 45.

MENJUCQ (M.), note sous Cass. com., Cass. com., 8 mars 2011, RPC, mars 2011, n°2, p. 1 et s.

MONTERAN (T.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, GP, mars 2003, n°89, p. 8.

MONTERAN (T.), note sous TC de Nanterre, 15 février 2006, GP, avril 2006, n° 120, p. 6 ;

MONTERAN (T.), note sous Cass. com., 3 juill. 2007, GP, novembre 2007, n°299, p. 59.

MONSERIE-BON (MH.), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, Dr. et patr., septembre 2015, n°250, p. 92.

MORELLI (N.), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, Rev. Société, juillet 2015, n°7, p. 433 et s.

MORTIER (R.), note sous Cass. com. 1er juillet 2008, Dr. sociétés, Novembre 2008, n° 11, p. 20.

MORTIER (R.), note sous Cass. com., 10 mai 2011, Dr. sociétés, août 2011, n°8, p. 15.

MOUSSERON (P.), note sous Cass. com., 24 juin 1997, JCP G, décembre 1997, n°50, p. 550.

MUIR WATT (H.), note sous Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, RCDIP, octobre 2003, n°4, p. 631.

MUIR WATT (H.), note sous CJCE, 27 avril 2004, RCDIP, juillet 2004, n°3, p. 654.

NIBOYET (JP), note sous Cass. Civ. 22 mars 1944, S., n°1, p. 77.

PARLEANI (G.), note sous CJCE 9 mars 1999, Rev. Sociétés, avril 1999, n°2, p.386 et s.

PETEL (P.), note sous Cass. com., 14 mai 2002, JCP E, septembre 2002, n°39, p. 1520.

PETEL (P.), note sous Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, JCP E, mai 2003, n°20 , p. 848.

PETEL (P.), note sous Cass. com. 12 juill. 2005, JCP E, janvier 2006, n°2, p. 73.

PETEL (P.), note sous Cass. com., 19 avril 2005, JCP E, septembre 2005, n°36, p. 1421.

PETEL (P.), note sous Cass. com. 12 juill. 2005, JCP E, janvier 2006, n°2, p. 73.

PETEL (P.), note sous CJCE, 2 mai 2006, JCP E, novembre 2006, n° 45, p. 2044 et s.

PETEL (P.), note sous Cass. com., 3 juill. 2007, BJS, décembre 2007, n°12, p. 1357 et s.

PETEL (P.), note sous Cass. com., 30 septembre 2008, JCP E, janvier 2009, n°1, p. 32.

PETEL (P.), note sous Cass. Com. 21 Février 2012, JCP. E, avril 2012, n°14, p. 17 et s.

PETEL (P.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, JCP E, décembre 2012, n°50, p. 26.

PIEDELIEVRE (S.), note sous Cass. 1^{ère} civ. 17 mars 1998, JCP E, octobre 1998, n°44, p. 1731 et s.

PIEDELIEVRE (S.), note sous Cass. Com. 27 octobre 1998, Defrénois, mars 1999, n°5, p. 280.

PIERRE (S.), note sous Com. 30 octobre 2000, D., mai 2001, n°19, p.1527.

PORACCHIA (D.), note sous Cass. civ 25 nov. 2003, Dr. et patr., mars 2004, n° 124 , p.106 et s.

PORACCHIA (D.), note sous Cass. com. 12 juill. 2005, Dr. et Patr., décembre 2005, n°143, p.84 et s.

PORACCHIA (D.), note sous Cass. com., 27 juin 2006, Rev. Sociétés, octobre 2006,n°4 p. 900 et s.

PUECH (O.) et SAINT MARC (G.), note sous CA de Paris, 25 février 2010, Rev. Banque, avril 2010, n° 723, p. 4

REIFERGESTE (S.), note sous Cass. com. 21 février 2012, GP, juin 2012, n°153, p. 37.

REILLE (F.), note sous Cass. com., 30 septembre 2008, GP, janvier 2009, n°21-22, p. 26.

REILLE (F.), note sous Cass. com., 17 mai 2011, GP, Octobre 2011, n° 281, p. 20.

ROLLAND (B.), note sous Cass. com., 16 septembre 2014, Procédures, mars 2015, n° 3, p. 32.

ROUSSEL-GALLE (P.), note sous Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, JDI, janvier 2003,n°1, p. 132.

ROUSSEL-GALLE (P.), note sous Cass. com., 1^{er} mars 2005, juillet 2005, JCP E, n°29, p. 1223.

ROUSSEL-GALLE (P.), note sous Cass. com., 27 février 2007, RJC, septembre 2007, n°5, p.365.

ROUSSEL GALLE (P.), note sous CA de Versailles 18 Novembre 2010, BJE, mars 2011, n°1, p. 14.

ROUSSEL GALLE (P.), note sous Cass. com., 8 mars 2011, D. Lettre Omnidroit, mars 2011, n° 138, p. 2.

ROUSSEL-GALLE (P.), note sous Cass. com., 26 juin 2007, RJC, septembre 2007, n°5, p.

359.

ROUTIER (R.), note sous Cass. com., 30 septembre 2008, Rev. Sociétés, avril 2009, n°2, p. 422.

SAINT ALARY-HOUIN (C.), note sous CA Versailles, 19 janvier 2012, Dr. et patr., septembre 2012, n°217, p. 97.

SAINT ALARY-HOUIN (C.), note sous Cass. Com. 21 Février 2012, Dr. et patr., septembre 2012, n° 217, p. 101.

SAINT MARC (G.), note sous CA Versailles, 19 janvier 2012, Rev. Banque, avril 2013, n°759, p. 66.

SAINTOURENS (B.), note sous Cass. com., 24 juin 1997, BJS., novembre 1998, n°10, p. 153.

SAINTOURENS (B.), note sous Cass. com., 27 février 2007, RPC, décembre 2007, n°4, p. 222.

SAINTOURENS (B.), note sous CA de Paris, 25 février 2010, RPC, juillet 2010, n° 4, p.152.

SAINTOURENS (B.), note sous, Cass. com., 8 mars 2011, act. proc. coll., avril 2011, n°7, p.1.

SAINTOURENS (B.), note sous Cass. com., 17 mai 2011, RPC, mars 2012, n°2, p. 51.

SAINTOURENS (B.), note sous Cass. com. 3 juillet 2012, RPC, janvier 2013, n°1, p. 29.

SAINTOURENS (B.), note sous CA Versailles, 19 janvier 2012, RPC, mars 2012, n°2, p. 48.

SERAGLINI (C.), note sous Ch. mixte 14 février 2003, JCP E, novembre 2003, n°45, p. 1816.

SERLOOTEN (P.), note sous Cass. com., 16 juin 1998, JCP E. novembre 1998, n°45, p. 1795.

SORTAIS (JP.), note sous Cass. com., 15 juillet 1982, Rev. Sociétés, 1983, p. 75.

SORTAIS (JP.), note sous Cass. com., 17 mai 2011, BJE, septembre 2011, n°4, p.273.

SORTAIS (JP.), note sous Cass. Com. 10 janvier 2012, BJE, juillet 2012, n°4, p. 209.

STOFFEL-MUNCK (P.), note sous Cass. ch. mixte, 26 mai 2006, Dr. et patr., septembre 2009, n°162, p. 97.

STOUFFLET (J), note sous Cass. com., 3 juill. 2007, JCP E, juin 2008, n°24, p. 17.

TEBOUL (G.), note sous CA de Paris, 25 février 2010, LPA, mars 2010, n°48 p. 1.

THERY (P.), note sous CJCE, 27 avril 2004, RTD Civ., juillet 2004, n°3, p. 549.

TREBULLE (FG.), note sous Cass. com., 3 novembre 2004, Dr. sociétés, février 2005, n°2, p. 11.

TRICOT (D.), note sous Cass. com., 12 novembre 1997, GP, avril 2005, n°119, p. 13.

VALLANSAN (J.), note sous Cass. com., 26 juin 2007, JCP. G, septembre 2007, n°36, p. 39.

VALLENS (JL.), note sous Cass. 1^{ère} civ., 19 novembre 2002, RTD com., janvier 2003, n°1, p. 169

VALLENS (JL.), note sous TC de Nanterre, 15 février 2006, D, mars 2006, n°11, p. 793.

VALLENS (JL.), note sous CJCE, 2 mai 2006, JCP E, juillet 2006, n° 27, p. 1220 et s.

VALLENS (JL.), note sous CA Versailles, 13^{ème} ch., 20 mars 2008, D., juin 2008, n°24, p. 1660.

VALLENS (JL.), note sous Cass. com., 13 septembre 2011, RTD Com., novembre 2011, n°4, p. 801

VASSEUR (M.), note sous Cass. com., 11 avril 1995, D., décembre 1995, n°44, p. 640.

VIANDIER (A.), note sous CA de Paris 20 octobre 1980, Rev. Société, décembre 1980, n°4, p. 774.

VOGEL (L.), note sous CJCE, 17 février 1993, Revue du Marché Commun et de l'Union Européenne, novembre 1993, n°372, p. 812.

INTRODUCTION	7
PREMIÈRE PARTIE : LA STRUCTURATION DES FINANCEMENTS : INSTRUMENT DE NEUTRALISATION DE LA PROCEDURE COLLECTIVE	22
TITRE 1 : LE MONTAGE : UN ANTIDOTE A LA SAISIE COLLECTIVE	24
Chapitre 1 : Les financements structurés : un montage innovant fragilisant la saisie collective via une méthode originale	25
Section 1. Les financements structurés : un montage perturbant les fondements de la procédure collective.....	25
1§. Les financements structurés : un outil d'altération de la saisie collective	26
A. Un outil de modification de l'actif : les entités ad hoc.....	26
B. Un outil de modification du passif : la mise en place et la renonciation à recours	35
2§. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective	45
A. L'utilisation d'une dérogation légale aux procédures collectives	46
B. L'utilisation des limites des procédures collectives	48
Section 2. Les financements structurés : un montage original	56
1§. Les financements structurés: une forme de montage en concurrence avec le droit de la faillite ...	57
A. Les financements structurés: une catégorie de montage permettant de moduler le risque de crédit	57
B. Les financements structurés: un montage tourné vers la procédure collective	61
2§. Les stratégies des financements structurés : une méthode distincte de celle des sûretés.....	64
A. Le rejet des critères traditionnels des sûretés	64
B. Une modulation du risque de crédit ne s'appuyant pas sur la préférence	69
Chapitre 2 : Les financements paralysant la saisie collective et les principes du droit des faillites	72
Section 1. Les entités ad hoc et les principes du droit des faillites	72
1§. La multiplication des véhicules financiers et l'aspect universel de la procédure collective	72
A. La multiplication des véhicules financiers et les difficultés à appréhender le groupe	73
B. La multiplication des véhicules financiers et la fragilisation du concours	78
2§. Les conséquences du morcellement de la procédure	82
A. La remise en cause des objectifs de la procédure collective.....	82
B. La fragilisation de l'égalité des créanciers	86
Section 2. La renonciation à recours et les principes du droit des faillites	89
1§. La renonciation à recours et le droit de gage général	90
A. L'aspect collectif de la procédure et le droit de gage général.....	90
B. L'aspect collectif de la procédure et la renonciation au droit de gage général.....	92
2§. De la fragilisation de l'aspect collectif à la remise en cause de l'égalité des créanciers.....	95
A. La renonciation à recours : source d'atteinte potentielle à l'égalité des créanciers	95
B. L'atteinte limitée à l'égalité des créanciers dans le cadre des renonciations à recours	96

TITRE 2 : LE MONTAGE : UN ANTIDOTE A L'ORDRE PUBLIC GOUVERNANT LA REPARTITION	100
Chapitre 1 : Les financements subordonnés : une altération de la répartition de la procédure collective	101
Section 1. La pertinence d'une définition fonctionnelle des financements structurés	101
1§. Le principe commun : la modification de l'ordre des répartitions	101
A. La subordination des créances : la création d'un créancier junior et d'un senior	102
B. Le mécanisme : la double qualité discutée du créancier « quasi associé »	108
2§. Les outils juridiques de la subordination	115
A. La subordination contractuelle	116
B. La subordination légale.....	118
Section 2. La tentative de définition conceptuelle des financements structurés	119
1§. Les financements subordonnés: une forme de montage en concurrence avec le droit de la faillite	120
A. Les stratégies des financements structurés face aux principes de la procédure collective.	120
B. Les financements subordonnés: un montage tourné vers la procédure collective	124
2§. Les financements structurés générant une subordination : une figure juridique originale	126
A. L'inadéquation des qualifications issues du droit des obligations	127
B. L'inadéquation de la qualification de sûretés traditionnelles	130
Chapitre 2 : L'influence des financements subordonnés sur les fondements des procédures collectives..	135
Section 1. Les financements subordonnés et l'égalité des créanciers.....	135
1§. L'applicabilité de l'égalité des créanciers dans le cadre des financements subordonnés	135
A. L'insuffisance de la condition de «quasi associé» pour appliquer l'égalité des associés ...	136
B. L'attraction du statut de créancier entraînant l'application de l'égalité des créanciers ...	137
2§. La compatibilité de la subordination et du principe de l'égalité des créanciers	140
A. Le nature du principe d'égalité des créanciers	140
B. La compatibilité de l'égalité des créanciers et les financements subordonnés	143
Section 2. La subordination face au concours et à la répartition	150
1§. La subordination face au concours	150
A. La subordination structurelle et le concours.....	151
B. La subordination légale et conventionnelle et le concours	152
2§. La subordination : une fraude à la répartition	153
A. L'enjeu de la requalification de la subordination en fraude au concours	153
B. La position de la jurisprudence sur la validité des aménagements du concours.....	157
DEUXIÈME PARTIE : LA STRUCTURATION DES FINANCEMENTS A L'EPREUVE DE LA	
PROCEDURE COLLECTIVE	159
TITRE 1 : LA RESISTANCE DES FINANCEMENTS STRUCTURES A LA SAISIE COLLECTIVE	161
Chapitre 1 : Financements structurés et perturbation de l'ouverture de la procédure collective	162
Section 1. L'influence des financements structurés sur les conditions d'ouverture	162
1§. La structure de financement et la notion de personne éligible à la procédure collective	162
A. L'éligibilité à la procédure collective de la structure de financement sociétaire	163
B. L'éligibilité à la procédure collective de la structure de financement non sociétaire	170
2§. L'influence des financements structurés sur l'ouverture d'une procédure collective.....	174
A. Les financements structurés et ouverture directe de la procédure collective.....	174

B. Les financements structurés et ouverture par extension de la procédure collective	182
Section 2. La structure de financements et l'appréciation de la situation économique du débiteur	190
1§. L'influence des financements structurés sur la caractérisation des difficultés	190
A. La distinction entre altération de l'équilibre financier et celle de difficultés.....	191
B. L'impact du bris de covenant et du droit d'accélération sur l'appréciation des difficultés	193
2§. L'influence des financements structurés sur la caractérisation de la cessation des paiements	195
A. La notion d'actif disponible et l'actif logé dans un SPV	196
B. L'influence des financements structurés sur la notion de passif exigible	204
Chapitre 2 : Financements structurés et perturbation de la reconstitution du patrimoine du débiteur ...	213
Section 1. Financements structurés et perturbation de la reconstitution du patrimoine en France	213
1§. La remise en cause des financements structurés durant la période suspecte	214
A. La mise en place des financements structurés durant la période suspecte.....	214
B. La nécessité d'une méthode plus adaptée à l'encadrement des financements structurés	220
2§. La composition du passif et les financements structurés	224
A. Les clauses du contrat de financement perturbant le passif.....	225
B. L'efficacité des clauses en cas de procédure collective	228
Section 2. Financements structurés et perturbation de la reconstitution de l'actif hors de France	230
1§. La réintégration de l'actif inclus dans un véhicule ad hoc européen	231
A. Le COMI : instrument de lutte face au forum shopping issus des financements structurés	231
B. Les limites du Règlement : les droits « in rem » exclus de la compétence de la lex concursus .	234
2§. La réintégration de l'actif inclus dans un véhicule ad hoc hors d'Europe	239
A. La problématique de la localisation du SPV	240
B. La difficile appréhension des actifs du véhicule non-européen	241
TITRE 2 : LA RESISTANCE DES FINANCEMENTS STRUCTURES AUX REGLES DE REPARTITION DE LA	
PROCEDURE COLLECTIVE	247
Chapitre 1 : La répartition des pertes dans les procédures avec comité	248
Section 1. L'influence des créanciers issus des financements subordonnés	249
1§. L'influence grandissante des accords de subordination	249
A. Le débat sur le nominalisme monétaire	249
B. La « prise en compte » de l'accord de subordination prévu par le législateur.....	262
2§. Les principales modalités envisageables de « prise en compte »	269
A. La « segmentation »	270
B. La « pondération ».....	276
Section 2. Vers l'émergence d'une règle générale de prise en compte des financements structurés	286
1§. L'influence discutabile des créanciers ayant cloisonné leurs patrimoines dans les comités	287
A. La discutabile participation du créancier couvert par un actif cloisonné	287
B. La discutabile participation du créancier ayant modifié le passif.....	296
2§. Les textes permettant d'envisager la prise en compte générale des financements structurés	297
A. Les droits politiques des créanciers : la notion de créancier « non affecté par le plan » ..	298
B. Les droits économiques des créanciers : un traitement différencié respectant les intérêts des créanciers.....	303

Chapitre 2 : La répartition des pertes dans les procédures sans comité	309
Section 1. Les financements structurés face à la répartition des pertes	309
1§. L'influence des mécanismes organisant les relations inter créanciers durant les répartitions	310
A. Le sort des mécanismes organisant le syndicat bancaire lors des répartitions	310
B. Le sort du créancier ayant renoncé à concourir aux répartitions	317
2§. Financements subordonnés et ordre des répartitions issues des procédures collectives	323
A. L'influence des mécanismes légaux de subordination sur l'ordre des répartitions.....	324
B. L'influence des mécanismes contractuels de subordination sur l'ordre des répartitions..	330
Section 2. La responsabilité des financeurs	336
1§. Les financements structurés et la mise en œuvre de la responsabilité des prêteurs	337
A. La responsabilité des financiers : l'écran de l'entité ad hoc	337
B. La responsabilité des financiers : les conditions spécifiques de mise en œuvre	339
2§. Les financements structurés et principe d'immunité des prêteurs	346
A. Financements structurés et immixtion dans la gestion	347
B. Financements structurés et garanties disproportionnées	352
CONCLUSION	358

