28

Les accords sur le rang : hiérarchiser pour mieux partager

Fabien Debroise
Avocat à la Cour
Ogier

Table des matières

Introduction 1351

Chapitre 1 – La subordination comme mode d'organisation des prétentions respectives des créanciers en concours 1353

Section 1 – La détermination par voie contractuelle du rang des créances 1353

Sous-section 1 – La validité de la subordination 1353

§ 1 – Délimitation : subordination conventionnelle, subordination structurelle 1353

§ 2 – Les obstacles au recours à la subordination 1356

§ 3 – Le droit de qualifier sa créance 1360

Sous-section 2 – La subordination comme outil de financement 1362

§ 1 – Le vecteur de la subordination contractuelle : la convention de subordination ou inter-créanciers 1363

§ 2 – L'intensité de la subordination conventionnelle 1364

§ 3 – Le financement *mezzanine* 1366

Section 2 – L'aménagement des sûretés 1368

Sous-section 1 – L'aménagement portant sur le rang de la sûreté 1368

§ 1 – La création *ab initio* de sûretés de rangs différents 1368

§ 2 – L'aménagement *ex post* du rang des sûretés 1369

Sous-section 2 – L'aménagement portant sur l'exécution de la sûreté . . . 1371

§ 1 – La dette *second lien* 1372

§ 2 – Le rôle de l'agent des sûretés 1374

Chapitre 2 – L'efficacité des conventions de subordination 1376
Section 1 – L'efficacité entre parties 1376
Sous-section 1 – La force obligatoire de l'accord de subordination 1377
§ 1 – L'effet relatif de la subordination particulière 1377
§ 2 – L'origine du droit de se prévaloir de la subordination générale . . 1378
Sous-section 2 – La violation de l'engagement de subordination 1379
§ 1 – La sanction de la violation 1379
§ 2 – Les mécanismes de protection 1380
Section 2 – L'efficacité des conventions de subordination vis-à-vis des tiers 1383
Sous-section 1 – En dehors du cas de faillite 1383
§ 1 – Opposabilité de principe aux tiers 1384
§ 2 – La cession de la créance subordonnée 1386
Sous-section 2 – En cas de faillite 1388
§ 1 – Opposabilité au curateur 1388
§ 2 – La remise en cause de la subordination par la compensation . . . 1389
Conclusion 1391

Introduction

1. Selon les pays, la subordination s'est vue conférer différentes finalités par le législateur. Ainsi peut-elle permettre en Suisse ou en Allemagne d'éviter l'ouverture d'une procédure collective ou, plus précisément, de donner du temps à la société pour assurer sa réorganisation[1]. Elle sert à limiter le remboursement des prêts d'actionnaire d'une société à responsabilité limitée de droit italien[2]. En Espagne, la subordination est utilisée comme sanction en cas de retard pris par un créancier dans la déclaration de sa créance au passif de la faillite du débiteur[3]. Pour ce qui concerne la France, le mécanisme de la subordination est une pièce maîtresse du régime applicable aux prêts participatifs[4]. En droit luxembourgeois, on retrouve encore une référence expresse à la subordination à l'article 63 (1) et plus particulièrement à l'article 64 (1) de la loi 22 mars 2004 relative à la titrisation[5]. Pour finir, on peut noter la pratique par les banques consistant à émettre des instruments subordonnés afin d'améliorer leur niveau de capitaux propres[6]. Mais c'est assurément comme outil de financement que la subordination a pris toute son importance[7].

---

[1] C. Jacques, « Subordination (postposition) et exécution », *L'Expert-comptable suisse*, 10/99, p. 900 ; R. A. Camponovo, « Der Rangrücktritt und seine Alternativen », *Der Schweizertreuhänder*, 9/02, p. 816 ; M. Seppelt, « Gesellschafterdarlehen mit Rangrücktritt in der Liquidationsschlussbilanz », *Betriebs-Berater*, 23.2010, p. 1395 ; D. Willermain, « Le financement de l'entreprise et le maintien de son contrôle – le "quasi-capital", les "quasi-fonds propres", les financements "mezzanine" et leurs instruments », *Revue de la Banque/Bank- en Financiewezen*, 7/1999, p. 355.

[2] G. Battaglia, « Subordinated Shareholders' Loans in the Italian Company law Reform », *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 21, n° 4, 2006, p. 199.

[3] R. Sebastián et J. Tortuero, « Subordination of Credit Rights Under the Spanish Insolvency Act », *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 20, n° 10, 2005, p. 530.

[4] J.-Fr. Quievy, « Prêt participatif », in *Répertoire de droit des sociétés*, Paris, Dalloz, 2011, n°s 1 et s. ; J.-J. Caussain et B. Mercadal, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, Paris, FEDUCI, 1983, p. 202, p. 206.

[5] Article 64 (1) de la loi 22 mars 2004 relative à la titrisation : « Les statuts, le règlement de gestion d'un organisme de titrisation ainsi que tout contrat conclu par l'organisme de titrisation peuvent contenir des clauses par lesquelles des investisseurs et des créanciers acceptent de subordonner l'exigibilité ou le recouvrement de leurs droits au paiement d'autres investisseurs ou créanciers […] ».

[6] Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, « Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries », *Working Paper No. 12*, août 2003, http://www.bis.org/publ/bcbs_wp12.htm.

[7] D. Willermain, « Le financement de l'entreprise et le maintien de son contrôle – le "quasi-capital", les "quasi-fonds propres", les financements "mezzanine" et leurs instruments », *op. cit.*, p. 355.

2. Tous les créanciers ne supportent pas le risque du financement à hauteur égale. La mise en place de schémas à étages de financement, généralement à dimension internationale, a mis en exergue la nécessité pour ces créanciers d'organiser leurs prétentions respectives sur les biens de leur débiteur commun (ou des sociétés affiliées intervenant comme garants). La technique a pour cela eu recours au mécanisme de la subordination afin de permettre une organisation des créanciers sur une base hiérarchique. En l'occurrence, un ou plusieurs créanciers, les créanciers subordonnés ou *junior*, acceptent de conditionner le remboursement de leur créance au désintéressement préalable d'un ou plusieurs autres créanciers, les créanciers *senior*. Cet engagement est documenté dans une convention dite de subordination ou inter-créanciers (dont le contenu est plus large qu'une convention de subordination) soumise le plus souvent au droit anglais ou au droit de l'État de New York[8]. Il peut s'exprimer comme suit :

« 3. Subordination
3.1 During the Subordination Period, the Subordinated Liabilities are subordinated in right of payment to the Senior Liabilities.
3.2 Payment of any amount of the Subordinated Liabilities is conditional upon the Senior Liabilities having been irrevocably paid and discharged in full.
4. Turnover
4.1 If, during the Subordination Period, a Subordinated Creditor :
4.1.1 receives a payment or distribution in respect of any of the Subordinated Liabilities from the Borrower or any other source ; or
4.1.2 receives or recovers any proceeds pursuant to any Enforcement Action, the relevant Subordinated Creditor shall promptly notify the Agent and must hold the amount received by it (up to a maximum of an amount equal to the Senior Liabilities) on trust for (or, in the case of the Subordinated Creditors incorporated under Luxembourg law, on behalf of) the Finance Parties and immediately pay that amount (up to that maximum) to the Agent for application against the Senior Liabilities.
[…]. »

3. Un peu à la manière des procédures collectives, la subordination vient assurer la discipline des créanciers en concours (chapitre 1). À la différence de celles-ci cependant, son efficacité au Luxembourg repose essentiellement

[8] Les créances concernées sont en effet le plus souvent soumises à ces deux droits et les prêteurs établis sur le territoire anglais ou américain.

sur la bonne volonté des parties à l'opération et non pas sur la force de la loi (chapitre 2).

Chapitre 1
La subordination comme mode d'organisation des prétentions respectives des créanciers en concours

Section 1
La détermination par voie contractuelle du rang des créances

4. Analyser la subordination en matière de financement suppose avant tout, en l'absence d'une validation législative[9] ou judiciaire expresse, d'aborder la question de sa validité (sous-section 1). On s'intéressera ensuite aux formes que celle-ci peut prendre (sous-section 2). Car nous verrons qu'il serait une erreur de penser la subordination comme un mécanisme figé.

Sous-section 1
La validité de la subordination

5. Il conviendra dans un premier temps d'écarter la subordination structurelle dont la validité est exempte de tout doute (§ 1), pour s'intéresser aux arguments susceptibles de plaider contre l'utilisation de la subordination dans notre droit (§ 2). Il s'agira notamment de savoir si ces arguments sont de nature à restreindre la faculté pour un créancier de choisir le rang de sa créance (§ 3).

§ 1. Délimitation : subordination conventionnelle, subordination structurelle

6. *Subordination contractuelle.* Dans le schéma ci-dessous, l'acquisition de la société opérationnelle (TargetCo) par la société holding intermédiaire (BidCo) est financée à la fois par un prêt bancaire et un prêt intra-groupe accordé par la société mère de BidCo (TopCo). L'octroi du prêt bancaire est conditionné à l'engagement par la société mère de ne réclamer le remboursement du prêt qu'elle a accordé qu'une fois la banque désintéressée. Comme mentionné précédemment, ce rapport de subordination sera le plus souvent mis en place dans des conventions inter-créanciers (*intercreditor agreements*) ou des conventions de subordination (*subordination agreements*). Ces conven-

[9] On exclura ici la référence expresse à la subordination en matière de titrisation. Voy. article 63 (1) et article 64 (1) de la loi 22 mars 2004 relative à la titrisation.

tions ont pour objet de déterminer le rang des créances et plus particulièrement l'ordre de leur remboursement. Elles règlent également le rang des sûretés entre elles et le cas échéant, la répartition du produit de l'exécution de ces sûretés entre les différents prêteurs.

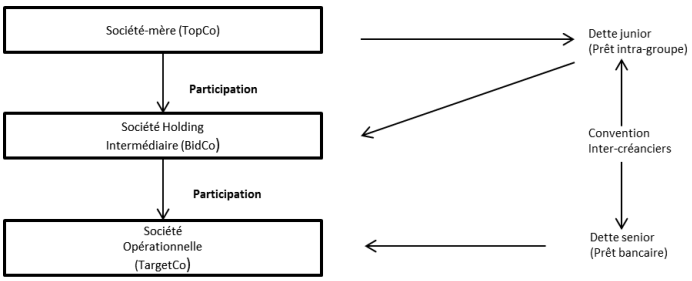

Fig. 1 : subordination contractuelle

7. *Subordination structurelle.* La subordination contractuelle peut encore être renforcée par une subordination structurelle. Cette dernière permet de déterminer la priorité des paiements en fonction de la place du créancier dans la structure de financement. L'emprunteur au titre du financement *junior* sera la société mère (TopCo) dans le schéma qui suit, laquelle ne détient aucun autre actif que sa participation (généralement indirecte) dans la société opérationnelle ou détentrice de l'immeuble (TargetCo). Les créanciers *senior* quant à eux prêteront directement à la société opérationnelle ou à sa maison mère immédiate (la société holding intermédiaire (BidCo) dans le schéma ci-dessous). L'objectif est ainsi d'éloigner les créanciers subordonnés des actifs susceptibles de servir au remboursement du prêt ou d'être mis en gage.

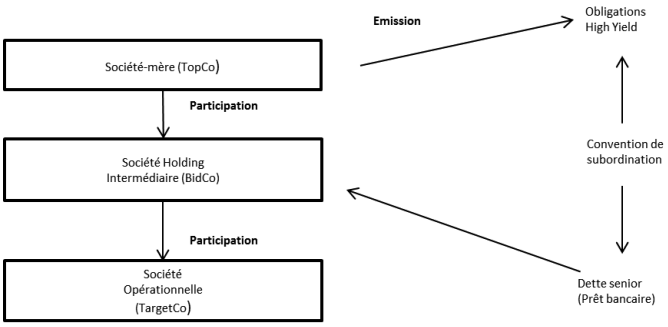

Fig. 2 : subordination structurelle

Un défaut de la société mère (TopCo) au titre de la dette subordonnée n'affectera pas le remboursement de la dette *senior* qui se trouve en aval de la structure,

ni la valeur des actifs de la société opérationnelle affectés au remboursement de la dette *senior*. En revanche, les créanciers *senior* profiteront pleinement des sûretés accordées aux créanciers *junior* en amont de la structure, dans la mesure où ces dernières servent à garantir la bonne exécution par l'ensemble des sociétés du groupe de leurs obligations[10].

8. *Avantages comparés.* La subordination structurelle a cet avantage sur la subordination contractuelle d'être à l'abri de tout doute quant à sa validité et sa reconnaissance par un tribunal. Il s'agit d'une subordination de fait. Les règles de la nullité de la période suspecte n'ont pas non plus vocation à s'appliquer. Le remboursement des créanciers structurellement subordonnés sera cependant conditionné par la capacité pour la société au niveau de laquelle se trouve la dette *senior* (la société holding intermédiaire (BidCo) dans notre schéma 2) de dégager un profit. À défaut, aucune distribution de dividendes ne pourra être effectuée à la société mère (TopCo), empêchant cette dernière de financer le remboursement de sa dette. La société holding intermédiaire (BidCo) d'acquisition ayant un endettement important au titre de sa dette *senior*, il est cependant peu vraisemblable qu'un quelconque profit puisse être dégagé tant que la dette *senior* n'est pas éteinte. Un inconvénient majeur provient encore du fait que la remontée de dividendes ne peut être réalisée qu'une fois l'an, sous réserve de la possibilité de distribuer des dividendes intérimaires en cours d'exercice social. Sauf clause contraire, si, à la différence de la subordination contractuelle, la subordination structurelle ne fait pas obstacle au remboursement du principal et au paiement des intérêts aux échéances convenues, dans les faits, toutefois, les créanciers *junior* devront patienter jusqu'au complet désintéressement des créanciers *senior* avant de pouvoir prétendre à un quelconque paiement.

Afin de remédier à cela, la pratique a parfois recours à la subordination structurelle dite « supportée » (*supported structural subordination*). Dans ce cas, à la différence de la subordination structurelle dite « effective » (*effective structural subordination*) où le financement apporté à la société mère, en l'occurrence le produit de l'émission obligataire dans notre schéma 2, est redescendu dans la structure par voie d'apport en capital, le capital est ici prêté aux filiales par le biais de prêts intra-groupe. Dans la mesure où un tel paiement est autorisé par la convention inter-créanciers, une remontée régulière d'intérêts (et non plus de dividendes) est alors permise ; la seule limite étant alors que le

[10] R. Allouche et R. Richard, « Les garanties dans les financements à effet de levier », *Revue de droit bancaire et financier*, mai-juin 2008, p. 99.

taux utilisé ne soit pas usuraire[11]. Lorsqu'autorisé[12], l'octroi de garanties par les filiales aux créanciers *junior* quant au respect par la maison mère de ses engagements (*upstream guarantee*) peut encore être envisagé afin d'améliorer les chances de remboursement des créanciers *junior*[13].

Les créanciers subordonnés seront malgré tout mal placés en cas de faillite de la société opérationnelle ou d'acquisition. Leur débiteur, en tant qu'actionnaire ultime de cette dernière, ne pourra prétendre à un quelconque paiement qu'en présence d'un boni de liquidation, ce qui suppose que la réalisation des actifs ait pu satisfaire au préalable les créanciers *senior* et autres créanciers privilégiés.

9. La subordination structurelle ne nous retiendra pas plus longtemps. Sa validité de principe n'est pas remise en cause, puisque simple conséquence des règles du droit des sociétés. Il en va autrement de la subordination contractuelle, laquelle repose comme son nom l'indique avant tout sur l'autonomie des volontés des parties contractantes. Or cette dernière n'est pas sans limite.

§ 2. Les obstacles au recours à la subordination

10. En acceptant de subordonner sa créance, le créancier *junior* accepte de se mettre en retrait, permettant ainsi à un autre groupe de créanciers d'être remboursé en priorité. La question se pose dès lors : la subordination est-elle de nature à porter atteinte au principe de l'égalité des créanciers, voire à constituer une sûreté ?

11. Premier obstacle : la subordination et le principe de l'égalité des créanciers. Le principe de l'égalité des créanciers est généralement évoqué pour justifier les doutes que l'on pourrait avoir quant à la validité de la subordination. Que nous dit ce principe ?

12. *Présentation du principe.* Aux termes de l'article 2093 du Code civil, « les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers ; et le prix s'en distribue entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence ». D'ores et déjà, on relèvera que le principe d'égalité est relatif, susceptible d'exception. Ainsi ne vaut-il qu'en

[11] G. H. Singer, « The Lender's Guide to Second-Lien Financing », *The Banking Law Journal*, mars 2008, p. 202.

[12] On pense ici à la prohibition de l'aide financière de l'article 49-6 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales, telle que modifiée.

[13] Fitch IBCA, « Different countries, different structures : the effect of jurisdiction and subordination on loan and high yield bonds ratings », janvier 2000, http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/hi%20yld%20abs%20report.cfm.

l'absence de cause légitime de préférence. Se trouvent partant exclus de son champ d'application les créanciers privilégiés et ceux dont le paiement de la créance est garanti par une sûreté. Ne restent plus que les créanciers chirographaires. Ce n'est qu'entre créanciers chirographaires que prévaut le principe de l'égalité.

13. Il a été déduit de l'article 2093 du Code civil que « les créanciers antérieurs ne peuvent invoquer une préférence quelconque à l'égard des créanciers postérieurs. Inversement, ces derniers ne peuvent prétendre primer les premiers sur les biens qui ne se trouvaient pas encore dans le patrimoine du débiteur au moment où il s'est engagé envers ceux-ci »[14]. À la différence des privilèges dont le rang est déterminé par la loi en fonction de sa portée (privilège général/privilège spécial) ou de la nature du bien qui en est l'objet (privilège portant sur un bien meuble/un bien immeuble)[15] et à la différence des sûretés dont le rang est fonction de la date à laquelle les formalités de dépossession et/ou de publicité ont été effectuées[16], rien ne permet de départager les créances chirographaires. Afin d'éviter que leur désintéressement ne soit le prix de la course, le législateur a ainsi institué entre eux le principe de la répartition au marc le franc[17]. L'égalité des créanciers est essentiellement une égalité de paiement, ou plutôt une égalité dans la répartition du produit de la liquidation des biens de leur débiteur commun[18].

14. *Similitudes et différences.* La subordination, tout comme le principe d'égalité des créanciers, ne vise que les créanciers chirographaires, c'est-à-dire ceux que le principe d'antériorité ne peut départager. Ils n'ont encore d'intérêt qu'en cas de concours, à savoir lorsque les créanciers sont en mesure de faire valoir des droits concurrents sur le patrimoine de leur débiteur commun ; le

---

[14] C. Witz, « Droit de gage général », *JurisClasseur Notarial Répertoire*, fasc. 10, 2009, nº 155 ; voy. J.-Fr. Overstake, *JurisClasseur Civil*, art. 2092-2094, fasc. A-1, nº 37 cité par L. Faugérolas, « La subordination des créances », *JCP*, éd. Entreprise, nº 42, 1991, p. 430.

[15] J. Kauffman, « Essai d'énumération et de classement des privilèges et hypothèques d'après leurs préférences en droit luxembourgeois », *Cahiers économiques*, 1976, nº 1, pp. 20 et s.

[16] Voy. *infra*, nº 37.

[17] M. Grégoire, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 1992, p. 429 : « L'égalité des créanciers résulte donc de l'opposabilité mutuelle, acquise à la même date, des droits réalisés, trouvant nécessairement un point d'équilibre dans une répartition proportionnelle. » ; R. Nemedieu, « Le principe d'égalité des créanciers : vers une double mutation conceptuelle », *Revue trimestrielle de droit commercial*, 2008, p. 243 ; Fr. t'Kint, « Le concours des créanciers d'une société en liquidation », *Revue pratique des sociétés*, 1997, t. LXXVI, p. 180.

[18] A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours », *Journal des tribunaux*, 27 novembre 2004, nº 6158, p. 870.

plus souvent lorsque celui-ci est insolvable[19]. L'égalité, tout comme la subordination, n'a ainsi vocation à s'appliquer que lorsque le débiteur est dans l'impossibilité de rembourser l'intégralité de ses dettes. Hors ce cas en effet, chaque dette sera à rembourser à l'échéance contractuellement convenue. Le but poursuivi par la subordination semble en revanche être en opposition avec celui qui sous-tend le principe d'égalité : là où ce dernier vise le traitement égalitaire de ceux des créanciers qui ne sont pas préférés par la loi ou ne peuvent être départagés, la subordination dans une acception stricte a quant à elle pour objectif de créer des rangs de priorité différents entre les créanciers chirographaires.

15. *Absence d'antagonisme.* Si leurs buts respectifs sont différents, ces deux institutions peuvent néanmoins parfaitement coexister. La subordination n'emporte en effet aucune atteinte au principe de l'égalité des droits des créanciers chirographaires sur le patrimoine de leur débiteur commun[20]. La distribution du produit de la liquidation des biens du débiteur continuera à se faire sur une base égalitaire. Elle vient en revanche réduire le nombre de personnes appelées à bénéficier de cette égalité, certains ayant renoncé à leur rang de remboursement[21]. C'est l'utilité première de la subordination : assurer de meilleures chances de paiement à certains créanciers déterminables[22]. Mais subordonner sa créance ne revient-il pas alors à consentir une garantie, voire une sûreté au bénéficiaire de la subordination ? Or, on sait que la création de droits réels est limitée par la loi[23].

---

[19] François t'Kint définit le concours comme « […] une situation telle que les droits des créanciers, impayés, acquièrent la vertu de s'opposer soit entre eux, soit à d'autres droits susceptibles de leur préjudicier […] » (« Le concours des créanciers d'une société en liquidation », *op. cit.*, p. 175) ; M. Grégoire, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, *op. cit.*, p. 428.

[20] Voy. en Angleterre, la décision *Cherry v. Boultbee [2006] JIBLR* confirmant que la technique de la subordination de créances ne porte pas atteinte au principe du *pari passu* ; voy. sur ce sujet L. Chan Ho, « Understanding Debt Subordination and the Rule in Cherry v Boultbee : Re SSSL Realisations », *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 21, nº 5, 2006, pp. 266 et s.

[21] L. Simont, « Essai de classification des sûretés issues de la pratique et problèmes juridiques qu'elles posent », in *Les sûretés, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983*, Paris, FEDUCI, 1984, p. 302.

[22] H. Le Roy, « Les clauses de "préférence" et de "subordination" en droit français des emprunts », *Revue de droit des affaires internationales*, nº 7, 1986, p. 727.

[23] F. Debroise, « La *floating charge* au Luxembourg : pas si sûr(e) », *Journal des Tribunaux Luxembourg*, nº 8, 15 avril 2010, p. 49 ; A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours », *op. cit.*, p. 871 ; Michèle Grégoire justifie ainsi cette limitation par le fait que « les questions relatives à l'opposabilité aux tiers des droits réels ou réalisés relèvent nécessairement du pouvoir législatif, car les individus n'ont d'autonomie que dans la sphère des conventions qu'ils concluent et qui les obligent sans nuire aux tiers. Le

16. Second obstacle : la subordination et le principe du *numerus clausus* des droits réels. Force est de constater que la subordination a pour effet d'avantager un créancier au détriment d'un autre. Elle présente encore assurément une fonction de garantie dans la mesure où, comme on vient de le voir, elle permet d'améliorer les chances de remboursement de son bénéficiaire[24]. La question peut dès lors se poser : la subordination constitue-t-elle une sûreté ?

Les sûretés peuvent être personnelles ou réelles. Dans le cas d'une sûreté personnelle, le créancier obtient d'un tiers qu'il s'engage aux côtés du débiteur et réponde de sa dette en cas de défaillance de ce dernier. La subordination ne répond pas à ces critères. Le créancier ne se voit pas octroyer de second débiteur. La subordination peut-elle alors être qualifiée de sûreté réelle ? Cette dernière permet une affectation prioritaire de certains biens du débiteur au bénéfice du créancier qui se verra reconnaître sur ceux-ci un droit de préférence sur le prix en cas de vente forcée. La subordination, tout comme la sûreté réelle, constitue une garantie de paiement. Dans sa thèse, M. Dupichot a encore souligné le caractère réel de la subordination, lequel procède « de ce que les sommes ayant fait l'objet d'un prêt subordonné resteront dans le patrimoine du débiteur tant que le créancier garanti n'aura pas été désintéressé »[25]. Le parallélisme s'arrête là toutefois. En effet, à la différence de la sûreté réelle, la subordination ne confère à son titulaire aucun droit de préférence sur le prix de la vente forcée d'un ou plusieurs biens du débiteur ou du créancier subordonné[26].

---

débiteur ne pourrait donc, par convention avec un de ses créanciers, décider que la créance de celui-ci sera privilégiée sur tel ou tel bien, par rapport à tel ou tel créancier, tiers à la convention » (M. Grégoire, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, *op. cit.*, p. 31).

[24] D. Willermain, « Le financement de l'entreprise et le maintien de son contrôle – le "quasi-capital", les "quasi-fonds propres", les financements "mezzanine" et leurs instruments », *op. cit.*, p. 355 ; Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, Paris, Éditions Panthéon Assas, 2005, p. 677 ; P. Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 6e éd., Paris, Dalloz, 2005, p. 1029 : « l'existence de créanciers subordonnés constitue une garantie pour les autres créanciers. Ils ont en effet apporté des fonds qui ont accru les actifs de l'entreprise et donc ses flux de trésorerie alors qu'ils ne seront remboursés qu'après les autres créanciers. Ils contribuent donc à augmenter la solvabilité de l'entreprise. »

[25] P. Dupichot, *op. cit.*, p. 678.

[26] La question a pu se poser de manière différente en Angleterre dans le cadre de l'utilisation du mécanisme de la *trust subordination*. Cette technique de subordination repose sur l'engagement du créancier *junior* de conserver en *trust* et retourner au créancier *senior* tout paiement et tout dividende reçus en relation avec sa propre créance de leur débiteur commun jusqu'à concurrence du montant de la dette *senior*. Voy. *infra*, n° 62. Pour contester les termes d'un tel engagement, certains praticiens plaidèrent qu'il s'agissait en fait d'une sûreté (*charge*/*trust by way of charge*) et que faute d'avoir été enregistrée dans les 21 jours comme l'exige la loi, les créanciers *senior*

17. L'effet de garantie inhérent à la subordination ne fait pas pour autant de celle-ci une sûreté. Le principe selon lequel il ne peut y avoir de privilège sans texte ne saurait dès lors faire obstacle à la validité de la technique de la subordination. Comme a pu l'écrire M. Faugérolas à ce sujet, « la sûreté résulte de la qualité de la créance elle-même et non de celle de la créance d'autrui[27] […] [La subordination] dessert, plutôt qu'elle ne sert, la créance qu'elle concerne »[28]. La subordination ne saurait donc constituer une sûreté. On la considérerait plutôt comme une « contre-préférence » ou encore un « anti-privilège »[29].

18. Si elle profite à son bénéficiaire, la subordination est neutre vis-à-vis des tiers. Elle ne porte pas préjudice aux intérêts des autres créanciers[30]. Seul celui qui y consent voit sa situation se dégrader. Mais peut-il le faire justement ? Est-il possible de renoncer au traitement égalitaire que la loi accorde aux créanciers chirographaires. C'est la question de la disponibilité du droit.

§ 3. Le droit de qualifier sa créance

19. *La possibilité de renoncer à l'égalité des créanciers.* La subordination permet d'organiser sur une base hiérarchique les prétentions respectives des créanciers chirographaires. C'est un outil pragmatique. Une égalité absolue s'accorderait en effet mal avec la réalité et les besoins de la pratique. Il existe des situations disparates même entre créanciers chirographaires (actionnaire, prêteur…). Il s'agit cependant de savoir si un créancier peut ainsi renoncer à son rang naturel de chirographaire.

20. Par principe, un sujet de droit doit pouvoir renoncer aux prérogatives qui sont les siennes dans la double limite où cette renonciation n'est pas contraire

---

du débiteur ne pouvaient s'en prévaloir. Cette argumentation a cependant été rejetée au motif notamment que le *trust* était limité au montant des sommes dues au titre de la dette *senior*. Voy., sur le sujet, L. Chan Ho, « A matter of Contractual and Trust Subordination », *Journal of International Banking Law and Regulation*, nº 12, 2004, pp. 496 et s. ; A. Lenon, « Debt Subordination in a Group Insolvency – The Save Group Case », *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 21, nº 7, 2006, p. 418 ; G. Fuller, *Corporate Borrowing: Law and Practice*, 3e éd., Bristol, Jordans, 2006, pp. 141 et s. ; L. Chan Ho, « Understanding Debt Subordination and the Rule in Cherry v Boultbee : Re SSSL Realisations », *op. cit.*, pp. 266 et s. Voy. encore pour une étude de la clause de *turnover*, G. Ansaloni, « Retour sur la subordination des créances », *Banque et Droit*, nº 141, 2012, pp. 25 et s.

27 En l'occurrence de celle du créancier subordonné.

28 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 433.

29 *Ibid.*, p. 433 ; Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, p. 676.

30 A. Lenon, *op. cit.*, p. 417.

à l'ordre public, ou plutôt qu'elle ne porte pas sur un droit protégé par l'ordre public, et n'affecte pas les droits des tiers[31].

On s'imagine mal comment les effets de la renonciation pourraient être contraires à l'ordre public, alors que ni le statut de chirographaire, ni le principe de l'égalité des créanciers ne sont eux-mêmes d'ordre public. Si à notre connaissance, ce point n'a pas été tranché au Luxembourg, on peut utilement se tourner vers la France et la Belgique où il fut retenu qu'en dehors du cas de l'ouverture d'une procédure collective, le principe d'égalité n'étant pas d'ordre public, un créancier chirographaire peut valablement renoncer au rang que la loi lui attribue[32].

On pourrait en revanche retenir que renoncer à l'ordre de paiement qui est le sien est de nature à faire « incursion dans la sphère juridique du débiteur »[33]. Ce dernier voit l'ordre des remboursements de ses dettes modifié. Dès lors, une renonciation ne devrait être valable qu'avec l'accord du débiteur. Nous ne pensons cependant pas qu'un accord de subordination passé sans l'approbation du débiteur soit pour autant susceptible d'être frappé de nullité. Tout au plus sera-t-il inopposable au débiteur[34]. Ce dernier pourrait valablement se dessaisir entre les mains du créancier subordonné à l'échéance contractuellement convenue encore que la dette *senior* n'ait pas été remboursée. Tout ceci paraît cependant bien théorique. La pratique des affaires consiste en effet à documenter l'engagement de subordination, et donc la renonciation par le créancier subordonné à son rang, dans des conventions multilatérales auxquelles le débiteur est partie. Les renonciations unilatérales ou bilatérales créancier *junior*/créancier *senior* n'ont pas cours.

21. « *Qui peut le plus, peut le moins* ». Si un créancier est à même de pouvoir renoncer à sa créance, on s'imagine en fait mal comment il pourrait ne pas lui être possible de renoncer à tout le moins à être payé avant qu'un ou plusieurs autres créanciers déterminés ne le soient eux-mêmes[35]. Sous réserve des limites usuelles à l'autonomie des volontés en matière contractuelle et notamment du cas de la fraude ou des cas où le rang d'un créancier relève d'un ordre public de protection (on pense surtout au rang des créances salariales), ni le

[31] D. Houtcieff, *v°* Renonciation, *Encyclopédie Dalloz, Répertoire de droit civil*, septembre 2004 (mise à jour : juin 2011), n° 30.

[32] Ph. Dupichot, *op. cit.*, p. 679 ; Cass. belg., 20 octobre 2005, RG n° C.03.0244.N ; F. Heremans, « La cession de créance dans ses rapports avec les opérations de financement », *Droit Bancaire et Financier*, 04/2009, p. 211.

[33] D. Houtcieff, *op. cit.*, n° 34.

[34] M. Grégoire, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, *op. cit.*, p. 37.

[35] *Ibid.*, p. 36 ; J.-Fr. Quievy, « Prêt participatif », *op. cit.*, n° 17.

principe de l'égalité des créanciers, ni le principe selon lequel il n'y a pas de privilège sans texte ne suffisent à contrarier la validité de principe d'un engagement de subordination.

22. La subordination n'a ni pour objet ni pour effet de créer une classe particulière de créances. Elle permet tout au plus le classement des créances en fonction de leur degré d'exigibilité[36]. En renonçant à son rang, le créancier *junior* ne fait qu'accepter de différer le paiement de sa créance jusqu'au complet paiement d'une autre créance[37]. Cette renonciation procède d'un choix éclairé du créancier subordonné, justifié par des motifs d'ordre économique[38]. Il n'y a aucune raison de l'en empêcher. Cela nous conduit à aborder la principale raison qui peut pousser un créancier à subordonner sa créance : l'obtention d'un financement.

Sous-section 2

La subordination comme outil de financement

23. M. Vernimmen définit le financement structuré comme « l'ensemble des activités et produits mis en place pour apporter des financements aux acteurs économiques tout en réduisant le risque grâce à l'utilisation de structures complexes. On y inclut la subordination des créances pour créer une dette senior, mezzanine et *equity* et mieux relier le risque effectif de la créance à sa rémunération. La titrisation participe également des financements structurés, en permettant de transformer un actif non liquide en un titre liquide et donc en apportant des financements nouveaux à l'entreprise »[39]. Cette définition ne fait que souligner le rôle primordial joué par la subordination dans la structuration d'opérations de financement. Elle vient créer un lien entre des créanciers qui s'ignorent le plus souvent et poursuivent des intérêts divergents. De nature contractuelle (§ 1), ce lien pourra voir son intensité varier en fonction des spécificités de chaque opération (§ 2). Nous nous intéresserons plus particulièrement à la technique du financement *mezzanine* (§ 3).

---

36 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 430.

37 A. Lenon, « Debt Subordination in a Group Insolvency – The Save Group Case », *op. cit.*, p. 417 ; L. Chan Ho, « Understanding Debt Subordination and the Rule in Cherry v Boultbee : Re SSSL Realisations », *op. cit.*, p. 268.

38 O. Poelmans, *Droit des obligations au Luxembourg, Principes généraux et examen de jurisprudence*, coll. Les dossiers du Journal des tribunaux Luxembourg, n° 2, Bruxelles, Larcier, 2013, p. 659 ; G. Ansaloni, « Retour sur la subordination des créances », *op. cit.* ; S. Jacoby et M. Mehlen, « Les clauses de subordination et de recours limité en droit luxembourgeois », in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, vol. 2, *op. cit.*, p. 922.

39 http://www.vernimmen.net.

§ 1. Le vecteur de la subordination contractuelle : la convention de subordination ou inter-créanciers

24. La subordination est le plus souvent mise en place par la voie contractuelle. La convention dite de subordination, ou lorsque son objet est plus large, inter-créanciers, a pour objet de régler les droits et prérogatives respectifs des créanciers d'un même débiteur[40]. Les accords inter-créanciers visent plus particulièrement de manière quasi constante les questions suivantes[41] :

- la détermination et la délimitation de la dette *senior* par rapport à la dette *junior* ;
- sauf le cas où un paiement est expressément autorisé, l'interdiction pour le débiteur (lequel est généralement partie à cette convention) de s'acquitter de la dette *junior* tant que les créanciers *senior* n'ont pas été intégralement désintéressés ;
- le report de l'exigibilité de la dette *junior* (principal et/ou intérêts) (*blockage period*) ;
- la détermination de l'ordre des paiements (*waterfall*) ;
- la détermination des actifs du débiteur et autres garants (*obligors*) pouvant être affectés au remboursement de la dette subordonnée ;
- le droit pour les créanciers subordonnés d'être informés de la survenance d'un événement de défaut au titre de la dette *senior* et de remédier à ce défaut ;
- la période durant laquelle en dépit de la survenance d'un événement de défaut, les créanciers *junior* ne peuvent exécuter leurs droits (*standstill*) ;
- l'engagement des créanciers *junior* de ne pas contester le rang et la validité de la créance ou des sûretés des créanciers *senior* ;
- l'aménagement de la possibilité pour les créanciers *senior* de renégocier la dette sans l'accord des créanciers *junior*, éventuellement avec la possibilité d'éteindre (*release*) la dette *junior* ou les sûretés y attachées afin de faciliter la réorganisation de la dette du débiteur ; et
- l'interdiction pour les créanciers *junior* de modifier les termes de la créance subordonnée ou de se voir consentir des sûretés nouvelles.

[40] B. Wessel, « Position of a Subordinated Creditor in a Debtor's Insolvency in the Netherlands », *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 10, nº 12, 1995, p. 531.

[41] Voy. travaux de la *Loan Market Association* (LMA) (http://www.lma.eu.com) ; M. S. Fawer et M. J. Waters, « Mezzanine Loans and the Intercreditor Agreement : Not Etched in Stone », *The Real Estate Finance Journal*, printemps 2007, p. 81 ; N. Cummings, J. Thompson et V. Paparo, « Lending structures : Back to basics banking », *International Financial Law Review*, décembre-janvier 2009, pp. 90 et s.

De manière générale, les créanciers *senior* chercheront à se protéger de toute interférence de la part des créanciers subordonnés, voire à être en mesure de contrôler les actions de ces derniers vis-à-vis de leur débiteur commun. En contraste, les créanciers *junior* tâcheront de limiter l'emprise des créanciers *senior*.

25. La dette *senior* est encore généralement accompagnée d'engagements de « maintenance » (*maintenance covenants*) de la part du débiteur relatifs par exemple au maintien de certains ratios financiers. Son remboursement est garanti par la prise de sûretés sur l'ensemble des actifs de la société d'acquisition, de la société opérationnelle et des filiales de cette dernière. Dès l'apparition des premiers signes de difficultés financières, les créanciers *senior* pourront ainsi réaliser leurs sûretés ou menacer de le faire en vue de peser dans la négociation d'une restructuration à l'amiable. Les débiteurs *junior* quant à eux ne se verront accorder que des engagements de « survenance » (*incurrence covenants*) dont la violation nécessite quant à eux un acte affirmatif de la part du débiteur tel que par exemple, la vente de certains actifs ou le fait de contracter une nouvelle dette.

En outre, il sera loisible aux parties à la convention inter-créanciers de moduler l'étendue de leurs droits et obligations respectifs et notamment le champ de la subordination en fonction des intérêts en présence et en considération des différents rapports de force.

§ 2. L'intensité de la subordination conventionnelle

26. *Éléments constitutifs.* La subordination se compose classiquement de trois éléments principaux : (1) une renonciation de la part du créancier subordonné à son rang, (2) un report de l'exigibilité de la dette subordonnée et (3) une stipulation pour autrui. Le report de l'exigibilité de la dette prévaudra lorsque le débiteur est *in bonis*. La renonciation au rang prendra quant à elle toute sa valeur une fois une procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre du débiteur. Finalement, la stipulation pour autrui sera essentielle à la mise en place d'une subordination générale puisqu'elle permettra d'étendre le bénéfice de la subordination à des personnes tierces à la convention. En jouant sur ces éléments, on pourra faire varier l'intensité de la subordination.

27. *En fonction des personnes impliquées.* Selon les termes de l'engagement de subordination, cette dernière pourra bénéficier à un ou plusieurs créanciers déterminés – c'est la renonciation au rang –, voire à tous les créanciers présents et futurs du débiteur – c'est alors une subordination générale.

En renonçant à son rang ou en cédant son antériorité, un créancier s'engage à ne pas exiger paiement tant qu'un autre créancier n'a pas été lui-même

remboursé[42]. On parle de subordination particulière[43]. Comme a pu l'écrire un auteur, « le pouvoir de contrainte du créancier subordonné est alors limité "verticalement", c'est-à-dire non pas au plan de son étendue mais à celui de son rang de paiement »[44].

Accompagné d'un report de l'exigibilité de la créance et assorti d'une stipulation pour autrui, l'engagement aboutira à une subordination générale[45]. Cette dernière met en place une créance de dernier rang[46]. Dans un tel cas, le créancier consent à n'être remboursé qu'une fois que tous les créanciers présents et futurs – dès lors qu'ils sont déterminables – du débiteur et non seulement un ou plusieurs créanciers déterminés, auront été désintéressés[47]. La subordination générale se retrouve essentiellement dans le cadre d'émissions obligataires et d'opérations de titrisation. Elle sera généralement appelée à être mise en œuvre dans l'hypothèse de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre du débiteur[48]. Nous verrons plus loin que la subordination générale est susceptible d'être invoquée par tous les créanciers dès lors qu'elle a été acceptée par ces derniers avant que le créancier *junior* ne la révoque[49].

28. *En fonction du degré d'exigence.* La subordination pourra bénéficier à certains créanciers seulement ou à tous. Elle pourra encore porter sur toutes les sommes dues au créancier *junior* ou une partie seulement (sur le principal uniquement par exemple). La subordination partielle (*inchoate*) permettra généralement au créancier subordonné de recevoir tout ou partie des paiements échus en l'absence de survenance d'un événement de défaut sous le contrat de prêt *senior*, généralement en l'absence d'ouverture à l'encontre du débiteur d'une procédure d'insolvabilité. Une subordination complète ou totale (*complete*) signifiera en revanche pour le créancier subordonné de ne

---

42 J.-J. Caussain et B. Mercadal, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, *op. cit.*, p. 205.

43 G. Ansaloni, « Retour sur la subordination des créances », *op. cit.*, p. 25.

44 Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, p. 676.

45 J.-J. Caussain et B. Mercadal, *op. cit.*, p. 95 ; A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *JCP*, éd. Entreprise, n° 9, 1990, p. 145.

46 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 427 ; M. Galland, « La subordination de dernier rang : régime et finalités des titres super-subordonnés », *Bulletin Joly Sociétés*, 1er octobre 2006, n° 10, p. 1112.

47 H. Le Roy, « Les clauses de "préférence" et de "subordination" en droit français des emprunts », *op. cit.*, p. 726 ; O. Poelmans, *Droit des obligations au Luxembourg, Principes généraux et examen de jurisprudence*, *op. cit.*, p. 207.

48 J.-J. Caussain et B. Mercadal, *op. cit.*, p. 109 ; S. Jacoby et M. Mehlen, « Les clauses de subordination et de recours limité en droit luxembourgeois », *op. cit.*, pp. 925-927.

49 J.-Fr. Quievy, « Prêt participatif », *op. cit.*, n° 19 ; voy. *infra*, n° 56.

pouvoir recevoir un quelconque paiement au titre de la dette subordonnée jusqu'au complet remboursement de la créance *senior*[50]. Un tel engagement ne sera en pratique consenti que par un créancier affilié au débiteur tel que sa maison mère ou un actionnaire important. Lorsqu'il s'agit d'un prêteur extérieur, un fonds *mezzanine* par exemple, la subordination sera le plus souvent particulière et partielle.

§ 3. Le financement *mezzanine*

29. La subordination peut également servir à structurer un financement lorsque les prêteurs *senior* ont atteint leurs objectifs/limites mais que l'emprunteur présente la capacité financière requise pour supporter un financement à long terme[51]. La subordination permettra alors l'arrivée d'un prêteur supplémentaire dans l'opération : le prêteur *mezzanine*.

30. *Une dette subordonnée.* Le financement *mezzanine* est de nature hybride. Il s'agit d'un financement extérieur. Il présente donc des éléments du capital étranger (déductibilité des intérêts…). Il n'est toutefois pas assorti d'engagements particuliers de la part de l'emprunteur (*covenants*), de sorte que, à la différence des investisseurs en capital, les prêteurs *mezzanine* n'ont pas vocation à s'immiscer dans le fonctionnement de la société emprunteuse.

La dette *mezzanine* (*mezzanino* signifiant en italien, « entresol ») s'intercale entre la dette *senior* et les fonds propres[52]. D'une maturité comprise entre 5 et 10 ans, elle ne sera remboursée qu'après complet désintéressement des créanciers *senior*. Cette subordination pourra ne concerner que le capital (dette *mezzanine senior*) ou bien à la fois le capital et les intérêts (dette *mezzanine junior*). Dans ce dernier cas, les intérêts de la dette *mezzanine* ne seront versés qu'à l'échéance de la dette *senior* et seront durant ce temps capitalisés (*Payment In Kind interest*)[53]. Pour finir, à la différence de la créance *senior*,

---

[50] R. Sebastián et J. Tortuero, « Subordination of Credit Rights Under the Spanish Insolvency Act », *op. cit.*, p. 529.

[51] Z. Sekfali, « La technique de la subordination dans les financements internationaux d'acquisition d'entreprises, de projets et d'actifs », *Banque et Droit*, nº 66, 1999, p. 5.

[52] C. Deffains-Crapsky, « Hiérarchisation des créances, théorie des options, évaluation et analyse de la structure de financement », *Banque et Marchés*, nº 37, novembre-décembre 1998, p. 40.

[53] A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *op. cit.*, pp. 143-145 ; Z. Sekfali, *op. cit.*, p. 5. La capitalisation des intérêts est un élément essentiel du financement *mezzanine*. Nous savons cependant que le droit luxembourgeois prohibe en principe l'anatocisme sous réserve de certaines exceptions. Ainsi l'article 1154 du Code civil dispose-t-il que « les intérêts échus des capitaux peuvent produire des intérêts, ou par une demande judiciaire, ou par une convention spéciale, pourvu que, soit dans la demande, soit dans la convention, il s'agisse d'intérêts dus au moins pour

le remboursement de la dette *mezzanine* est soit garantie par des sûretés de second rang sur les actifs de l'emprunteur, soit par aucune sûreté du tout.

31. *La rémunération du risque.* Le risque pour les prêteurs *mezzanine* de ne pas être remboursés étant plus grand[54], leur rémunération, c'est-à-dire le taux d'intérêt, sera adaptée en conséquence[55]. Ils se verront encore accorder la possibilité d'accéder à terme à une partie du capital de l'emprunteur. La dette *mezzanine* adopte en effet généralement, en tout ou en partie, comme support des obligations convertibles ou assorties de bons de souscription d'action[56]. Au contraire de la dette *High Yield* cependant, laquelle prend la forme d'obligations à haut rendement (*high yield*) remboursables *in fine* après une durée de 8 à 10 ans et sous réserve du remboursement préalable de la dette *senior*, la dette *mezzanine* n'est pas cotée. Cet *equity kicker* est avantageux. Si l'opération répond aux attentes des investisseurs, ces derniers pourront préférer convertir leurs obligations ou souscrire à des actions nouvelles de l'emprunteur. Ce dernier ne sera alors plus tenu de rembourser la dette *mezzanine* à l'échéance. Pour éviter une telle dilution, il est toutefois courant pour les actionnaires existants ou la société débitrice elle-même de se réserver le droit d'acquérir les instruments émis à travers l'exercice d'options de rachat[57].

32. Nous avons vu que dans son acception littérale, la subordination permet à son ou ses bénéficiaires d'espérer de meilleures chances de remboursement. Du point de vue des créanciers *senior*, la subordination augmente la surface financière de leur débiteur. Elle améliore la structure du bilan de ce dernier et lui donne ainsi la possibilité d'accéder le cas échéant à des financements supplémentaires. De la perspective des créanciers subordonnés et plus particulièrement des prêteurs *mezzanine*, le risque de ne pas être remboursés est compensé par un taux d'intérêt plus élevé. Le coût du crédit est en effet en partie fonction du risque de non-remboursement.

---

une année entière ». Si les termes (bien souvent soumis à la loi anglaise) de la tranche *mezzanine* du financement ne sont pas conformes aux prescriptions de la loi, le risque existe donc qu'un emprunteur luxembourgeois cherche à remettre en cause la capitalisation des intérêts intervenue hors du cadre légal. Voy., sur cette question, D. Boone, « L'anatocisme face à l'ordre public interne et international », *Bulletin Droit et Banque*, nº 32, ALJB, janvier 2005, p. 10.

54 La dette *mezzanine* constitue un investissement en capital à risque et est à ce titre éligible à la loi SICAR (voy. circulaire CSSF 06/241 du 5 avril 2006, pp. 3, 5 et 6).

55 Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, p. 677.

56 A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *op. cit.*, p. 143 ; R. Mortier, H. Hovasse et D. Marcheteau, « Les LBO (leverage buy out) », *Actes pratiques et ingénierie sociétaire*, Juris-Classeur, mai-juin 2008, pp. 13 et s.

57 F. Gros, « L'anti-dilution dans les financements mezzanine », *Banque et Droit*, nº 80, novembre-décembre 2001, pp. 3 et s.

Section 2
L'aménagement des sûretés

33. La possibilité pour le débiteur de pouvoir offrir aux prêteurs des sûretés fortes, sur des biens de valeur, est un argument important lorsqu'il s'agit de solliciter un crédit ou d'en négocier les termes. L'organisation des sûretés octroyées en garantie dudit crédit doit naturellement refléter les règles établies en matière de remboursement des créances sous-jacentes. Nous verrons ainsi que dans une acception plus large du rapport de subordination, le rang des sûretés permettra de réaffirmer l'organisation hiérarchique des créanciers (sous-section 1). L'ordre des créances supposera encore que des restrictions soient apportées à la faculté pour les créanciers subordonnés d'exercer leurs droits de préférence (sous-section 2).

Sous-section 1
L'aménagement portant sur le rang de la sûreté

34. La subordination doit survivre à la cessation des paiements du débiteur, ou plus généralement à la survenance d'un événement de défaut (*event of default*) au titre de la dette *senior*. À une créance *senior* doit pour cela correspondre une sûreté de premier rang. À une créance *junior* doit correspondre une sûreté de second rang. L'aménagement des sûretés susceptibles d'être octroyées par le débiteur est en général effectué en amont de leur constitution (§ 1). Si besoin est, il sera néanmoins possible de modifier le rang desdites sûretés par la suite (§ 2).

§ 1. La création *ab initio* de sûretés de rangs différents

35. *Parallélisme.* La subordination prend toute sa valeur lorsque le débiteur est dans l'impossibilité de rembourser l'ensemble de ses dettes. Or c'est précisément à ce moment que les sûretés consenties pourront être exercées. Le rang des sûretés lorsque le créancier est en situation de cessation de paiement doit pour cette raison refléter l'ordre des paiements tel que déterminé entre créanciers lorsque le débiteur est *in bonis*.

36. *La constitution de sûretés multiples sur un même bien.* Cela suppose en premier lieu de pouvoir créer plusieurs sûretés sur un même bien. Lorsqu'une dépossession matérielle n'est pas requise, il est possible de constituer plusieurs gages sur un même bien[58]. Lorsque la dépossession est requise, le partage des

[58] Voy. l'article 6 de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière par exemple.

actifs du débiteur entre différents créanciers requerra de recourir à l'entiercement qui consiste à déposer le bien entre les mains d'un tiers convenu. Le tiers, qui va être commun aux créanciers, va alors détenir le bien, objet du gage, pour le compte de tous.

37. *Priore tempore potior jus.* Cela requiert encore de pouvoir arrêter le rang de sa sûreté. Le rang détermine lequel des créanciers sera payé par priorité sur le produit de la vente du bien affecté en gage[59]. Il est fixé par le principe de la priorité dans le temps[60]. La réalisation des formalités de publicité et/ou de dépossession est ainsi attributive de rang. C'est ce que nous indique l'article 5 (5) de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière selon lequel « le rang des gages est déterminé par rapport à la date où ils ont été rendus opposables aux tiers ». Cette disposition « consacre le principe du *priore tempore potior jus* déjà admis par la jurisprudence et la doctrine »[61]. Le principe prévaut également en matière hypothécaire. Ainsi, aux termes de l'article 2134 du Code civil : « entre les créanciers, l'hypothèque, soit légale, soit judiciaire, soit conventionnelle, n'a de rang que du jour de l'inscription prise par le créancier sur les registres du conservateur, dans la forme et de la manière prescrite par la loi, sauf les exceptions portées en l'article suivant ». Il s'ensuit que les créanciers *senior* devront nécessairement procéder aux formalités requises afin de rendre leurs sûretés opposables aux tiers avant les créanciers *junior*. Pour s'assurer de cette antériorité, les conventions inter-créanciers contiennent parfois un engagement de la part du créancier subordonné de ne pas procéder à ces formalités avant qu'un autre créancier déterminé ne le fasse.

§ 2. L'aménagement *ex post* du rang des sûretés

38. *La contractualisation du rang des sûretés.* La hiérarchisation des créanciers peut encore se faire de manière plus artificielle : un créancier premier en rang s'engageant contractuellement à reconnaître la priorité d'un créancier de rang inférieur, ou encore acceptant de transmettre son rang d'antériorité à un autre. On entre alors dans une organisation conventionnelle du rang des sûre-

[59] Voy. l'article 6 (4) de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière.

[60] M. Grégoire, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, *op. cit.*, pp. 22 et s. ; J. Kauffman, « Essai d'énumération et de classement des privilèges et hypothèques d'après leurs préférences en droit luxembourgeois », *op. cit.*, pp. 27 et s.

[61] Projet de loi n° 5251 sur les contrats de garantie financière, 16 décembre 2003, http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtendu/FTSByteServingServletImpl/?path=/export/exped/sexpdata/Mag/001/001/030380.pdf, p. 16.

tés, la volonté des parties s'affranchissant de la réalisation ou non des formalités de publicité[62].

Imaginons un créancier détenteur d'une sûreté sur un ou plusieurs biens du débiteur. Faute pour ce dernier de pouvoir offrir à un prêteur potentiel une sûreté de valeur suffisante, cette antériorité de rang pourrait être un frein à l'obtention d'un nouveau crédit. On sait notamment que les établissements bancaires exigent de se voir accorder des sûretés de premier rang. Lorsque les actifs susceptibles d'être grevés sont limités, la seule manière pour le débiteur d'inciter le prêteur à consentir le financement sera de proposer à son ou ses créanciers existants un échange de rang avec le nouveau créancier[63].

La postposition est fréquemment utilisée en matière hypothécaire. Dans ce cas, le créancier hypothécaire premier en rang accepte d'être primé par le bénéficiaire d'une hypothèque de rang inférieur sur le même immeuble. Pour être opposable, cette cession de droit doit être mentionnée en marge de l'inscription hypothécaire.

La possibilité de céder son antériorité n'est pas expressément mentionnée s'agissant des sûretés portant sur des avoirs, créances et instruments financiers, qui constituent l'autre grande famille de sûretés réelles en matière de financement. On pourra cependant utilement se rapporter sur cette question aux travaux parlementaires relatifs au projet de loi n° 5251 sur les contrats de garantie financière. Il ressort en effet de ces travaux qu'« il est entendu que les créanciers gagistes pourront conventionnellement changer entre eux le rang de priorité »[64]. Cette affirmation est en ligne avec une décision rendue par la chambre commerciale de la Cour de cassation française dans un arrêt du 13 novembre 2002. En l'espèce, pour décider que la banque et une société venaient en concours par répartition au marc le franc du prix de vente du fonds de commerce appartenant à leur débiteur commun, la Cour d'appel de Limoges avait retenu que la banque ne démontrait pas l'existence d'une convention la faisant bénéficier d'un nantissement de premier rang, et que par l'application de l'article 12 de la loi du 17 mars 1909 relative à la vente

---

[62] À ce sujet, la Cour de cassation française a pu retenir que la convention accordant une priorité de rang pouvait même être antérieure à la constitution de l'hypothèque (Cass. fr., ch. com., 13 novembre 2002, n° de pourvoi 99-15819, http://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do ? oldAction=rechJuriJudi&idTexte=JURITEXT000007440216&fastReqId=1035742499&fastPos=32, Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, pp. 532 et s.

[63] J. Mestre, E. Putman et M. Billiau, *Traité de droit civil. Droit spécial des sûretés réelles*, Paris, LGDJ, 1996, p. 515.

[64] Projet de loi n° 5251 sur les contrats de garantie financière, 16 décembre 2003, http://www.chd.lu/wps/PA_RoleEtendu/FTSByteServingServletImpl/ ? path=/export/exped/sexpdata/Mag/001/001/030380.pdf, p. 16.

et au nantissement des fonds de commerce, les créanciers inscrits le même jour viennent en concurrence sur le prix de vente du fonds. Cette décision fut cassée et annulée par la Cour de cassation sur la base des dispositions de l'article 1134 du Code civil français, au motif que la banque et le second créancier avaient pu convenir entre eux du rang de leurs nantissements[65].

39. *Une double subrogation.* Valable en son principe, la cession d'antériorité consiste d'un point de vue juridique en un échange de rang. Le cédant ne renonce pas à sa sûreté mais à la priorité de son droit de préférence. La doctrine et la jurisprudence l'analysent comme une double subrogation ; chaque créancier subrogeant l'autre dans le rang de sa sûreté[66]. La portée d'un tel échange de rang est limitée. La cession d'antériorité ne joue qu'à concurrence des droits respectifs des cédants sans pouvoir modifier les droits ou les obligations des autres créanciers, du débiteur ou de ses coobligés[67]. Son opposabilité vis-à-vis des tiers sera quant à elle sujette à l'accomplissement des formalités de publicité propres à la sûreté en question.

40. Les droits des créanciers sur les biens gagés refléteront souvent l'ordre des paiements déterminé dans la convention inter-créanciers. Cela peut se faire comme nous l'avons vu en aménageant le rang des sûretés. Cela peut encore être effectué en établissant des règles quant à la réalisation de ces sûretés et à la répartition de l'actif réalisé.

Sous-section 2
L'aménagement portant sur l'exécution de la sûreté

41. La subordination peut porter sur le remboursement de la créance ou se reporter sur le droit de préférence des créanciers garantis. Nous verrons qu'elle peut encore affecter non pas la réalisation des sûretés mais la répartition du produit de cette réalisation. C'est le cas en matière de dette dite *second lien* (encore appelée *Tranche B Loan*) (§ 1). Tous ces aménagements nécessitent que les créanciers respectent la discipline fixée dans leur convention mais également l'accomplissement de nombreuses tâches administratives. L'agent des sûretés joue dans ce cadre un rôle indispensable (§ 2).

[65] Cass. fr., ch. com., 13 novembre 2002, n° de pourvoi 99-15819, http://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriJudi.do ? oldAction=rechJuriJudi&idTexte=JURITEXT000007440216&fastReqId=1035742499&fastPos=32.

[66] Cass. fr., 3e ch. civ., 19 juin 1979, n° 78-10.617, *Bulletin des arrêts Cour de cassation Chambre civile 3*, n° 134 ; J. Mestre, E. Putman et M. Billiau, *op. cit.*, p. 516.

[67] J. Mestre, E. Putman et M. Billiau, *op. cit.*, p. 516.

§ 1. La dette *second lien*

42. *Une dette senior…* À la différence de la dette *mezzanine*, la dette *second lien* n'est pas subordonnée à la dette *senior*[68]. Il s'ensuit que le créancier *second lien* est en droit de percevoir tout paiement dû au titre du contrat de crédit[69]. Du fait de sa maturité plus longue que celle de la dette (plus) *senior* (la *Tranche A*) (généralement 8 ans contre 5 pour la dette *senior*) et étant payable *in fine*, elle sera cependant *de facto* remboursée après la *Tranche A*[70]. La dette *second lien* constitue une source supplémentaire de capitaux à un taux moins élevé que la dette *mezzanine*[71]. Elle est de plus ouverte à des investisseurs qui ne peuvent intervenir dans des financements subordonnés. À la différence de la dette *mezzanine*, il est encore rare qu'elle s'accompagne d'une prise de participation de la part des prêteurs (absence d'*equity kicker*), de sorte que le risque de dilution est moindre pour l'emprunteur ou le *sponsor*[72].

43. *… mais un peu moins.* Nous disions précédemment qu'à une créance *senior* devait correspondre une sûreté de premier rang. Le financement *second lien* nous oblige à relativiser cette affirmation. Si elle est garantie par les mêmes actifs que la dette *senior*, la dette *second lien* vient cependant en deuxième rang sur le produit de la réalisation des sûretés ; la distribution se faisant d'abord aux créanciers *senior* (*Tranche A*). C'est à ce niveau que s'illustre la subordination. Cette dernière sera encore accompagnée d'engagements de la part des créanciers *second lien* de ne pas contester le rang de priorité des créanciers *senior* (alors même parfois que ces derniers n'auraient procédé aux formalités de dépossession que postérieurement) et de ne pas procéder à l'exécution de leurs sûretés[73]. Ces engagements pourront valoir jusqu'au complet désintéressement des créanciers *senior* – on parlera alors

---

68 G. Peigney et I. Renaudie, « Financements d'acquisitions par appel au secteur bancaire et aux "Mezzanine Providers" », *Revue de droit bancaire et financier*, mai-juin 2008, p. 68.

69 C. Wells et N. Devaney, « Is the Future Secure For Second Lien Lenders in Europe », *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 22, nº 8, 2007, p. 444 ; *Contra*, en France, où les premiers financements *second lien* adoptaient un régime similaire aux financements *mezzanine* (remboursements *in fine*, *standstill period*…), voy. T. Arachtingi, « La dette second lien. Nouvelle forme de dette subordonnée ? », *Banque Stratégie*, nº 230, p. 12.

70 En financement structuré, le crédit est souvent divisé en tranches chacune ayant une maturité, un taux d'intérêt et un mode de remboursement (périodique ou *in fine*) propre.

71 P. J. M. Declercq, « Second Lien in a downturn », *International Financial Law Review*, mai 2007, p. 50.

72 P. Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 6e éd., *op. cit.*, p. 1029.

73 G. E. Siegel, « Second Liens. Watching the second tick away. Finding value in the second liens in bankruptcy », *Bloomberg Corporate Law Journal*, vol. 1, nº 471, 2006, p. 471.

de *silent second lien debt* – ou seulement pour une durée déterminée – on parlera alors de *quiet second lien debt*[74].

Les négociations entre créanciers *senior* et créanciers *mezzanine* portent essentiellement sur la question de la délimitation de la créance *senior* par rapport à la créance *junior*. En présence d'une dette *second lien* en revanche, une attention toute particulière est portée à la détermination du *common collateral*, c'est-à-dire les actifs que se partagent les créanciers *senior* et *second lien* et sur le produit desquels les créancier *senior* ont un droit prioritaire de préférence. Ce droit peut porter sur des actifs sur lesquels les créanciers *senior* détiennent certes une sûreté mais dont les formalités pour la rendre opposable aux tiers n'ont pas encore été effectuées (*first lien absolute priority approach*) ou seulement sur ceux des actifs sur lesquels les créanciers *senior* disposent d'une sûreté opposable aux tiers (*first lien relative priority approach*)[75]. La question de la possibilité pour les créanciers *senior* de purger les sûretés des créanciers *second lien* afin de permettre la vente des biens grevés ou la restructuration du débiteur est encore un autre sujet de discorde.

44. *Inconvénient.* La priorité des créanciers *senior* vis-à-vis des créanciers *second lien* ne s'exerce que sur le produit de la réalisation des actifs affectés en sûreté des créances. Une fois ceux-ci liquidés, les créanciers *senior* et les créanciers *second lien* auront rang chirographaire pour la part de la créance non remboursée. Aussi la subordination de sûreté (*lien subordination*) est-elle généralement accompagnée d'une subordination de créance. Cette dernière présente en effet l'avantage pour le créancier *senior* de porter sur l'ensemble des montants dus au titre de la dette *senior* et non seulement sur le montant du produit de la liquidation des actifs grevés[76].

45. Subordonner, c'est hiérarchiser. Cela passe aussi bien par l'organisation de l'ordre des remboursements que par le partage des sûretés, l'organisation de leur réalisation et la répartition du produit de celle-ci. Tout cela demande une certaine logistique et surtout une centralisation des fonctions. Dans les crédits syndiqués, ce rôle est confié à l'agent[77].

[74] C. Wells et N. Devaney, « Is the Future Secure For Second Lien Lenders in Europe », *op. cit.*, p. 446 ; R. L. Cunningham et Y. Y. Galil, « Lien Subordination and Intercreditor Agreements », *The Review of Banking & Financial Services*, vol. 25, nº 5, mai 2009, p. 51.

[75] R. L. Cunningham et Y. Y. Galil, *op. cit.*, pp. 52 et s.

[76] *Ibid.*, p. 50.

[77] R. Allouche et R. Richard, « Les garanties dans les financements à effet de levier », *op. cit.*, p. 100.

§ 2. Le rôle de l'agent des sûretés

46. *Centralisation.* L'agent est une pièce maîtresse de tout crédit syndiqué. Ce dernier pourra être chargé de centraliser les flux financiers pendant la durée du contrat et de gérer les relations entre le syndicat et l'emprunteur. On parlera de l'agent de facilité (*facility agent*). Il peut encore se voir confier la mission de prendre, gérer et réaliser les sûretés au nom des membres du *pool* bancaire[78]. On parlera ici de l'agent des sûretés (*security agent*). Le recours à l'agent des sûretés vise à faciliter la maintenance des sûretés. Une seule entité est responsable de tous les aspects administratifs des sûretés (détentions des titres représentant les actifs gagés, publication, enregistrement…) et est en charge de la répartition du produit de leur exécution en conformité avec les dispositions de l'accord inter-créanciers. Une nouvelle inscription, voire une nouvelle sûreté ne seront pas non plus nécessaires en cas par exemple de cession par un prêteur de sa participation ; le titulaire des sûretés, à savoir l'agent, reste le même.

47. *Mandataire ou trustee.* En droit anglais, celui qui remplit la fonction d'agent des sûretés peut être soit un mandataire (*security agent*), soit un *trustee* (*security trustee*). Jusqu'à l'adoption de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, il était fait recours au mandat dans les financements syndiqués. La technique de la solidarité active de l'article 1197 du Code civil, par laquelle « un débiteur a, pour la même obligation plusieurs créanciers dont chacun a un droit sur le tout »[79] a encore été utilisée. Mais celle-ci impliquait que le *security agent* soit lui-même prêteur[80].

Le *trust* présente de nombreux avantages sur le mandat. À la différence du mandataire, le *trustee* peut ne pas être créancier du débiteur constituant des sûretés[81]. Le *trust* n'est pas non plus révocable *ad nutum*. En cas d'exécution des sûretés, le produit de la liquidation des biens ne passera pas dans le patri-

---

[78] G. de Barmon, « Les banques de couverture dans les financements LBO », *Banque et Droit*, n° 138, juillet-août 2011, pp. 5 et s. ; R. Mortier, H. Hovasse et D. Marcheteau, « Les LBO (leverage buy out) », *op. cit.*, p. 16.

[79] Ph. Malaurie, L. Aynès et P. Stoffel-Munck, *Les obligations*, Paris, Defrénois, 2004, p. 687.

[80] C. Garcia et A. Bebe Epale, « *Trust*, dette parallèle et droit français. L'apport de l'arrêt *Belvédère* », *Banque et Droit*, n° 142, 2012, p. 15.

[81] On notera qu'afin de contourner cet inconvénient, les praticiens développèrent le mécanisme de la dette parallèle (*parallel debt*) par lequel le constituant des sûretés se reconnaît redevable envers l'agent des sûretés d'une seconde dette en tout point semblable à celle le liant avec les prêteurs. Ce mécanisme « aboutit à la constitution d'une "dette miroir" de la dette principale, munie de l'ensemble des sûretés au profit du *security agent* » (C. Garcia et A. Bebe Epale, « Trust, dette parallèle et droit français. L'apport de l'arrêt Belvédère », *op. cit.*, p. 15).

moine du *trustee*. Enfin, le *trustee* peut prendre l'ensemble des sûretés en son propre nom. Il n'est pas nécessaire que l'ensemble des membres du syndicat bancaire apparaisse comme bénéficiaire dans le cadre des formalités de publicité[82].

48. *L'apport de la loi du 5 août 2005.* La loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière permet désormais la constitution d'une garantie financière « en faveur d'une personne agissant pour le compte des bénéficiaires de la garantie financière, d'un fiduciaire ou d'un *trustee* » (art. 2 (4)) ; ces personnes bénéficiant « des mêmes droits que ceux revenant aux bénéficiaires directs des garanties financières visées par la présente loi, sans préjudice de leurs obligations face aux tiers bénéficiaires de la garantie financière »[83]. Cette formulation est à l'initiative du Conseil d'État qui dans son avis du 13 avril 2005 relatif au projet de loi n° 5251[3] portant notamment transposition de la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, appela de ses vœux l'établissement de manière expresse et générale de la notion de *security trustee* déjà reconnue aux articles 67 et suivants de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, dans les termes suivants : « le Conseil d'État renvoie dans ce contexte encore une fois à sa suggestion de généralisation de la reconnaissance de cet intervenant fort utile pour représenter les intérêts collectifs d'investisseurs ou de créanciers, surtout dans les opérations de financements structurés [...]. On parvient en effet de cette manière à résoudre, d'une manière générale, le problème découlant de la conception très classique de la garantie, qui n'était conçue que comme l'accessoire d'une créance, et qui ne pouvait par conséquent être accordée qu'aux titulaires de la créance garantie *in personam*. Or, cette conception restrictive ne permet pas de tenir compte des financements syndiqués, dans lesquels les créanciers garantis ont souvent recours à un tiers ("security trustee"), auquel la sûreté est accordée et qui la détient "fiduciairement" pour plusieurs créanciers, voire pour l'ensemble des créanciers du pool. Dans cette hypothèse, la substitution d'un créancier à un autre par changement dans la composition du syndicat est irrelevante. [...] On peut d'ailleurs noter que la loi de transposition belge (loi du 15 décembre 2004) a retenu une notion comparable en son article 5, mais d'une manière plus restrictive. Vu que la directive reconnaît en son article 1er, lettre d) incidemment les représentants collectifs des intérêts des créanciers, rien ne s'oppose à l'introduction

[82] E. Gentil et J. Delbard, « L'agent des sûretés : pour une modification de l'article 2328-1 du Code civil », *Droit et Expertise*, 28 octobre 2009, p. 10.

[83] Voy. P. Schleimer, « Réalisation des garanties financières et pratiques des prêteurs bancaires », *Journal des tribunaux Luxembourg*, n° 7, 4 février 2010, pp. 10 et s.

de ces intermédiaires dans notre droit »[84]. La notion de *security trustee* entre ainsi par la grande porte dans le droit luxembourgeois. Pour pouvoir détenir les sûretés à titre fiduciaire, celui-ci devra cependant relever du champ d'application de la loi du 27 juillet 2003 sur les trusts et les contrats fiduciaires.

49. La subordination est un mécanisme flexible. Elle pourra s'appliquer à un groupe de créanciers à l'exclusion d'un autre, sur une créance à l'exclusion d'une autre, sur le principal et/ou les intérêts. Elle peut porter sur l'ordre de paiement des créances, le droit de préférence attaché aux sûretés ou la répartition du produit de l'exécution de celles-ci. Il est ainsi loisible aux parties de déplacer le curseur « subordination » là où bon leur semble en fonction des intérêts en présence. Outil largement utilisé, la subordination fixe les règles du jeu en matière de prêt syndiqué. Comme toute règle cependant, elle doit pouvoir s'imposer aux intervenants pour être efficace.

Chapitre 2
L'efficacité des conventions de subordination

50. Nous sommes d'avis que la subordination est valable entre parties et peut donc produire des effets entre elles (section 1). Ceci ne saurait cependant être suffisant pour en faire un mécanisme efficace. L'efficacité d'une institution se mesure en effet également à l'aune de ses effets à l'égard des tiers (section 2).

Section 1
L'efficacité entre parties

51. Les conventions forment la loi des parties[85]. Elles n'ont d'effet qu'entre les parties contractantes, ne nuisent pas aux tiers, et, sauf en présence d'une stipulation pour autrui, ne leur profitent pas non plus[86]. Les parties doivent en respecter les termes (sous-section 1). Toute méconnaissance de la force obligatoire du contrat entraînera sanction (sous-section 2).

---

84 http://www.chd.lu/wps/portal/public/RoleEtendu ? action=doDocpaDetails&*id.*=5251#.

85 Article 1134 du Code civil.

86 Article 1165 du Code civil ; O. Poelmans, *Droit des obligations au Luxembourg, Principes généraux et examen de jurisprudence, op. cit.*, pp. 198 et s.

Sous-section 1
La force obligatoire de l'accord de subordination

52. La subordination conventionnelle peut être particulière ou générale. Les parties à la convention de subordination particulière sont naturellement tenues par ses termes (§ 1). S'agissant de la subordination générale en revanche, ses bénéficiaires n'étant pas déterminés, la question de l'origine de leur droit à se prévaloir de l'engagement de subordination se posera (§ 2).

§ 1. L'effet relatif de la subordination particulière

53. Dans le cadre d'une subordination particulière, le créancier *junior* s'engage à ne pas demander le remboursement de sa créance, ni à accepter un quelconque paiement de la part du débiteur au titre de la créance subordonnée jusqu'à ce que la dette *senior* soit éteinte[87]. Cet engagement sera accompagné par le report de l'exigibilité de la créance subordonnée. Ce report est primordial afin d'éviter le jeu de la compensation[88]. À la suspension de l'exigibilité de la créance subordonnée répond une interdiction de rembourser celle-ci[89]. Ainsi le débiteur sera-t-il de son côté tenu de respecter l'ordre des paiements et notamment de ne pas désintéresser le créancier *junior* tant que la créance *senior* subsiste[90].

54. La subordination particulière n'a par principe d'effet qu'entre les parties à la convention documentant cet engagement[91]. Ni le créancier subordonné, ni le débiteur ne peuvent faire quoi que ce soit qui puisse porter atteinte à l'accord de subordination. La saisie par le créancier subordonné des biens du débiteur ne devrait ainsi être permise que dans la mesure où celle-ci a une fonction conservatoire, au bénéfice de l'ensemble des créanciers. De même, le débiteur ne peut valablement consentir une sûreté sur ses biens au bénéfice du

---

87 J.-J. Caussain et B. Mercadal, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, *op. cit.*, p. 95.

88 Voy. *infra*, nº 72.

89 L. Glanzmann, « Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung ? Anwendungsbereiche, Ausgestaltung und Grenzen zweier ungleicher Instrumente der Mezzanine-Finanzierung », *Gesellschafts- und KapitalmarktRecht*, 1/2007, p. 24.

90 S. Jacoby et M. Mehlen, « Les clauses de subordination et de recours limité en droit luxembourgeois », *op. cit.*, p. 924 ; H. Le Roy, « Les clauses de "préférence" et de "subordination" en droit français des emprunts », *op. cit.*, p. 729.

91 L. Glanzmann, *op. cit.*, p. 8.

seul créancier subordonné[92]. Ce dernier pourrait cependant pouvoir se voir accorder une sûreté personnelle de la part d'un tiers[93].

§ 2. L'origine du droit de se prévaloir de la subordination générale

55. *Les bénéficiaires de la subordination générale.* En tant qu'acte multilatéral, la convention de subordination particulière crée des droits et des obligations pour ses parties. Déterminer l'origine du droit de se prévaloir d'une subordination générale s'avère en revanche plus délicat. Dans un tel cas, un créancier accepte que le remboursement de sa créance n'intervienne qu'après celui de toute autre créance. La subordination générale a été analysée comme un engagement de dernier rang[94]. À ce titre, elle peut être invoquée par tout créancier privilégié ou chirographaire, quel qu'il soit, présent ou futur[95]. Mais d'où vient ce droit ? En effet, les futurs bénéficiaires ne sont par essence pas parties à la convention.

56. *La stipulation pour autrui.* L'origine du droit pour les créanciers bénéficiaires de se prévaloir de l'engagement de subordination a été recherchée du côté de la théorie de la stipulation pour autrui[96]. Par le biais de cette dernière, un tiers acquiert un droit au titre d'un contrat auquel il n'est ni partie, ni représenté[97]. L'inconvénient d'une telle qualification viendrait de la faculté pour le stipulant de révoquer son engagement tant que ses bénéficiaires ne l'ont pas formellement accepté[98]. Pour cette raison, certains auteurs voient l'origine du droit des créanciers de se prévaloir de l'engagement de subordination dans le caractère abdicatif de la renonciation, cette dernière « profitant indirectement aux autres créanciers par le fait que le principe de l'égalité entre créanciers

---

92 On notera qu'en Espagne, une sûreté consentie en vue de garantir le remboursement d'une obligation subordonnée sera considérée comme nulle dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, voy. R. Sebastián et J. Tortuero, « Subordination of Credit Rights Under the Spanish Insolvency Act », *op. cit.*, p. 533.

93 J.-J. Caussain et B. Mercadal, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, *op. cit.*, p. 112.

94 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 427 ; G. Ansaloni, « Retour sur la subordination des créances », *op. cit.*, p. 20.

95 J.-Fr. Quievy, « Prêt participatif », *op. cit.*, nº 19 ; G. Ansaloni, *ibid.*, p. 27.

96 J.-J Caussain et B. Mercadal, *op. cit.*, p. 205 ; H. Le Roy, « Les clauses de "préférence" et de "subordination" en droit français des emprunts », *op. cit.*, p. 728 ; J. Biver in Ph. R. Wood, *The Law of Subordinated Debt*, Londres, Sweet & Maxwell, 1990, p. 158.

97 Ph. Malaurie, L. Aynès et P. Stoffel-Munck, *Les obligations*, *op. cit.*, pp. 388 et s. ; O. Poelmans, *Droit des obligations au Luxembourg, Principes généraux et examen de jurisprudence*, *op. cit.*, p. 204 et s.

98 L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 433.

s'appliquera à un nombre moindre de personnes »[99]. Cela ne permet cependant pas de déterminer le droit direct que pourraient invoquer les créanciers bénéficiaires de la subordination générale. On se rapportera dès lors à l'opinion de M. Dupichot, lequel voit dans la subordination une cession d'antériorité (subordination particulière) doublée d'une stipulation pour autrui au profit de tous les autres créanciers présents et à venir du débiteur[100]. La jurisprudence française par exemple n'exige pas d'acte positif d'acceptation de la part des bénéficiaires de la stipulation pour autrui afin de rendre celle-ci irrévocable. Cette acceptation peut être tacite dès lors que les bénéficiaires ont connaissance de la stipulation et sont restés silencieux[101]. En tant que bénéficiaires de la stipulation contenue dans l'engagement de subordination, les créanciers du débiteur pourront par exemple s'opposer à un paiement fait en violation de cet engagement.

Sous-section 2
La violation de l'engagement de subordination

57. Après avoir abordé les sanctions entraînées par la violation de l'engagement de subordination (§ 1), nous nous intéresserons à certaines dispositions des conventions inter-créanciers destinées à assurer une meilleure protection du créancier *senior* (§ 2).

§ 1. La sanction de la violation

58. *La responsabilité contractuelle.* Le non-respect par le créancier subordonné et, lorsqu'il est partie à la convention, par le débiteur des termes de l'accord de subordination sera susceptible d'engager leur responsabilité[102]. Il en ira notamment du cas du non-respect par le débiteur de l'ordre des paiements tel que déterminé dans la convention de subordination ou à la suite d'une demande en remboursement faite par le créancier subordonné.

---

[99] L. Simont, « Essai de classification des sûretés issues de la pratique et problèmes juridiques qu'elles posent », *op. cit.*, pp. 302 et s. ; D. Willermain, « Le financement de l'entreprise et le maintien de son contrôle – le "quasi-capital", les "quasi-fonds propres", les financements "mezzanine" et leurs instruments », *op. cit.*, p. 356.

[100] Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, pp. 676 et 678.

[101] Cass. fr., ch. civ., 26 juin 1961, *Bull. civ.*, I, n° 337, http://www.juricaf.org/arret/FRANCE-COURDECASSATION-19610626-JURITEXT000006957140.

[102] S. Jacoby et M. Mehlen, « Les clauses de subordination et de recours limité en droit luxembourgeois », *op. cit.*, pp. 924 et s.

L'étendue du préjudice devrait être déterminée à concurrence du montant indûment payé ou indûment reçu[103]. Ceci ne sera cependant que de peu d'utilité pour le créancier *senior* lorsque le débiteur est insolvable. Or nous avons vu que c'est essentiellement dans ce cas que la subordination est appelée à être mise en jeu. En outre, la créance de dommages et intérêts à l'encontre du créancier *junior* fautif ne sera bien souvent que de nature chirographaire. Sans parler des difficultés d'ordre pratique liées à la poursuite en responsabilité d'un cocontractant devant un tribunal.

59. *Clawback.* Afin de remédier à ces inconvénients, la pratique a recours à la technique du *clawback*. L'objectif est d'aménager un droit pour le créancier *senior* de remettre en cause tout paiement fait en violation de la convention de subordination[104]. Un tel mécanisme est connu en droit luxembourgeois. On citera par exemple les cas de nullités de la période suspecte ou encore la possibilité d'insérer des clauses de *clawback* dans le contrat social telle que proposée dans le projet de loi nº 6471 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. La protection qu'offrent de telles clauses peut cependant être toute relative lorsque la créance de répétition des sommes indûment perçues n'est que de nature chirographaire. Nous verrons que pour contourner ce problème, les droits anglais et américain recourent à la *trust subordination*[105].

60. *Event of default.* Finalement, et il s'agira de la sanction la plus efficace, le non-respect de manière fautive de l'engagement de subordination sera généralement sanctionné par la déchéance du terme. Les créanciers auront la possibilité de réclamer le remboursement immédiat de l'intégralité du prêt (*acceleration*). À défaut de ce faire dans le délai fixé, les créanciers pourront exécuter leurs sûretés.

§ 2. Les mécanismes de protection

61. Afin de faire face à la fragilité de l'engagement de subordination, les parties accompagnent ce dernier de divers mécanismes, en particulier la *turnover subordination* et des engagements de ne pas faire, chacun destiné à assurer une meilleure protection aux créanciers *senior*.

---

[103] *Ibid.*, p. 924.

[104] A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *op. cit.*, pp. 143-145 ; Z. Sekfali, « La technique de la subordination dans les financements internationaux d'acquisition d'entreprises, de projets et d'actifs », *op. cit.*, p. 5 ; Ph. Dupichot, *ibid.*, p. 683.

[105] Voy. *infra*, nº 62.

62. *Turnover.* La *turnover subordination* consiste pour le créancier subordonné à s'engager à restituer toute somme reçue de la part du débiteur alors que la dette *senior* n'était pas encore éteinte. Lorsque le débiteur est en faillite et que ladite somme est perçue au titre de la répartition d'un boni de liquidation, la *turnover subordination* offrira un double dividende à son bénéficiaire, à savoir ce qui lui revient et ce que le créancier subordonné a reçu et doit lui restituer[106]. La protection sera en revanche moindre en cas de faillite du créancier subordonné. En pareille hypothèse, le créancier *senior* n'aura qu'une créance chirographaire à l'encontre de ce dernier au titre des sommes indûment reçues de la part du débiteur. Afin de contourner cela, il est fait usage en droit anglais au *trust*[107]. Le créancier subordonné s'engage alors à détenir les sommes recouvrées en *trust* pour le créancier *senior*[108]. Ce dernier aura ainsi un droit réel sur ces sommes. L'impossibilité de créer des *trusts* au Luxembourg ne devrait pas permettre l'utilisation de cette technique dans les conventions de subordination soumises au droit luxembourgeois[109]. On pourrait alors penser recourir à la fiducie. Celle-ci n'est cependant pas envisageable lorsque le créancier subordonné est une simple société commerciale[110].

Eu égard au peu de protection offert par les clauses de *clawback* et l'indisponibilité de la *trust subordination* au Luxembourg, il peut sembler opportun de la part du créancier *senior* d'exiger du créancier *junior*, à côté de l'engagement de *turnover*, que ce dernier lui cède à titre de garantie sa créance à l'encontre du débiteur. L'octroi d'une telle sûreté permettra en vertu des dispositions de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière de s'assurer que l'engagement de subordination produise ses effets en cas d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre tant du constituant/créancier subordonné que

---

[106] Z. Sekfali, *op. cit.*, p. 6 ; A. Lenon, « Debt Subordination in a Group Insolvency – The Save Group Case », *op. cit.*, p. 421.

[107] G. Fuller, *Corporate Borrowing: Law and Practice*, *op. cit.*, pp. 137 et s. ; L. Chan Ho, « Understanding Debt Subordination and the Rule in Cherry v Boultbee : Re SSSL Realisations », *op. cit.*, pp. 268 et s.

[108] L. Chan Ho, « A matter of Contractual and Trust Subordination », *op. cit.*, p. 494.

[109] M. Milo et J. Smits, « Trust in Mixed Legal Systems : A Challenge to Comparative Trust Law », *European Review of Private Law*, 2000, pp. 421-426 ; Ph. R. Wood, *The Law of Subordinated Debt*, *op. cit.*

[110] Voy. l'article 4 de la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires, lequel requiert que le fiduciaire soit un établissement de crédit, une entreprise d'investissement, une société d'investissement à capital variable ou fixe, une société de titrisation, une société de gestion de fonds commun de placement ou de fonds de titrisation, un fonds de pension, une entreprise d'assurance ou de réassurance ou un organisme national ou international à caractère public opérant dans le secteur financier.

du débiteur[111]. La limite à cette solution provient toutefois du fait que l'événement permettant de réaliser la sûreté devra nécessairement être antérieur au paiement fait par le débiteur au titre de la créance subordonnée[112]. En effet, un juge pourrait considérer que par son paiement, le débiteur s'est valablement libéré de sa dette, éteignant ainsi la créance cédée au moment où le créancier *senior* entend exercer sa sûreté. Afin d'éviter cela, il sera dès lors important que le débiteur soit partie à la convention de cession à titre de garantie et qu'il soit expressément prévu tant dans la convention de subordination que dans le contrat de cession que tout paiement fait en contrariété aux dispositions de ces contrats n'aura aucun effet libératoire.

63. *Engagements accessoires.* Outre le rang des créanciers, la convention de subordination comprend également une clause dite de *waterfall* déterminant l'ordre des paiements en fonction de la nature des créances en question (principal, intérêts, commissions, frais…) et de la qualité des titulaires de ces créances (créancier *senior*, agent, créancier *second lien*, créancier *mezzanine*, créancier chirographaire, créancier subordonné)[113]. L'engagement de subordination fixe les grandes lignes et la clause de *waterfall* règle les détails. Elle permet encore de contourner le fait qu'on ne puisse pas subordonner deux fois la même créance. Il suffit d'ajouter un bénéficiaire à la clause de *waterfall* pour étendre *ipso facto* le champ d'application de la subordination, entendue comme un aménagement de l'ordre des paiements[114].

Afin de pouvoir remplir son rôle, la subordination est encore généralement accompagnée des engagements accessoires suivants :

– une clause de blocage de paiement empêchant que tout paiement soit effectué en cas de survenance d'un événement de défaut au titre de la dette *senior* ;
– un engagement de *standstill*, interdisant les créanciers subordonnés d'exécuter leurs droits pendant une certaine période (usuellement 90 jours après la survenance d'un défaut de paiement, 120 jours à la suite

[111] En vertu de l'article 20 (4) de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre du constituant ou du débiteur des obligations financières couvertes n'affectera pas la validité de la sûreté ni le droit pour son bénéficiaire de procéder à son exécution.

[112] L. Glanzmann, « Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung ? Anwendungsbereiche, Ausgestaltung und Grenzen zweier ungleicher Instrumente der Mezzanine-Finanzierung », *op. cit.*, p. 26.

[113] G. de Barmon, « Les banques de couverture dans les financements LBO », *op. cit.*, p. 5 ; H. von Kreutz et G. Simon, « Securitisation vehicles in Luxembourg : general presentation and accounting considerations », *ACE Magazine*, nº 5, mai 2009, p. 3.

[114] L. Glanzmann, *op. cit.*, p. 22.

du non-respect d'un engagement portant sur le maintien d'un certain ratio financier et 150 jours pour toute autre sorte de défaut) ;
– la suspension de l'exigibilité de la dette *junior* afin d'éviter le jeu de la compensation légale[115] ;
– l'engagement de ne pas demander l'ouverture d'une procédure judiciaire à l'encontre du débiteur[116] ;
– l'engagement de ne pas consentir de nouvelle sûreté (clause de *negative pledge*) ou, à tout le moins, de ne pas consentir de sûreté ou de conférer un avantage quelconque qui permettrait à des créanciers ultérieurs de primer les créanciers *senior* (engagement de *pari passu*)[117] ;
– l'engagement de ne pas contester l'ordre de priorité de remboursements des créanciers *senior* ou le rang de leurs sûretés.

Ces stipulations constituent essentiellement des engagements de ne pas faire de la part du créancier subordonné et du débiteur. Si elles engagent ces derniers, elles sont sans effet sur les tiers. Tout au moins lorsque ces derniers en ignorent l'existence.

Section 2
L'efficacité des conventions de subordination vis-à-vis des tiers

64. On distinguera ici selon que l'on est en présence d'une procédure d'insolvabilité (sous-section 2) ou non (sous-section 1).

Sous-section 1
En dehors du cas de faillite

65. Un contrat n'est pas neutre pour les tiers. Ils doivent en supporter l'existence (§ 1). La question de l'effet de la subordination vis-à-vis des tiers sera particulièrement importante en cas de cession de la créance subordonnée (§ 2).

---

[115] *Ibid.*, p. 26.

[116] Encore qu'il soit possible de douter de la validité d'un tel engagement au Luxembourg, alors qu'on ne peut disposer que des droits dont on est titulaire dans son propre intérêt et que les procédures d'insolvabilité poursuivent quant à elles un but d'intérêt général. Voy. A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *op. cit.*, p. 146 et A.-M. Nicolas, « How to deal with a distressed borrower and a difficult market : market trends and contractual alternatives to lenders' enforcement and insolvency proceedings », *Bulletin Droit et Banque*, n° 44, octobre 2009, pp. 24 et s.

[117] Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, pp. 655 et s.

§ 1. Opposabilité de principe aux tiers

66. *Effets externes.* Si un contrat ne produit d'effets qu'entre les parties contractantes, il sera néanmoins opposable aux tiers dans la mesure où son « existence, ses "effets externes" constituent pour les tiers une réalité dont ils peuvent, ou doivent tenir compte »[118]. Cette opposabilité se fait de plein droit. Aucune formalité de publicité n'est requise pour cela[119]. Dans l'hypothèse où le débiteur ne serait pas partie à la convention de subordination toutefois, la notification de l'engagement de subordination au débiteur sera requise afin que celui-ci ne puisse valablement se libérer entre les mains du créancier *junior*. La connaissance préalable de l'engagement de subordination sera encore une des conditions à la reconnaissance de la *tierce complicité*, à savoir l'association en connaissance de cause d'un tiers à la violation par l'une des parties de ses obligations contractuelles[120].

67. *La notion de tiers.* Les tiers ne peuvent ignorer l'existence d'une convention valablement conclue. Il s'agit à ce stade de déterminer qui sont ces tiers. *A fortiori*, sont tiers tous ceux qui ne sont pas parties à la convention de subordination[121]. Dans le cas d'une subordination particulière, on exclura dès lors de ce groupe le ou les créanciers subordonnés, généralement le débiteur, les créanciers bénéficiaires de l'engagement ainsi que le cas échéant, leur représentant, l'agent. Lorsque l'on a affaire à une subordination générale, la délimitation pourra s'avérer plus difficile. Nous avons vu que celle-ci procède pour l'essentiel d'une stipulation pour autrui. Les bénéficiaires de cette stipulation peuvent-ils être considérés comme des tiers à l'opération ? Les dispositions de l'article 1165 du Code civil plaident pour une réponse négative à cette question. Elles font en effet de la stipulation pour autrui une exception à la relativité des contrats. Néanmoins, ce n'est qu'une fois que le bénéficiaire de la stipulation en a accepté le bénéfice que les droits de celui-ci se trouvent

---

[118] O. Poelmans, *Droit des obligations au Luxembourg, Principes généraux et examen de jurisprudence*, *op. cit.*, pp. 215 et s. ; G. Ravarani, *La responsabilité civile des personnes privées et publiques*, 2e éd., Luxembourg, Pasicrisie luxembourgeoise, 2006, p. 375 ; M. Fontaine, « Les effets "internes" et les effets "externes" des contrats » – Rapport belge, nº 15 in M. Fontaine et J. Ghestin, *Les effets du contrat à l'égard des tiers. Comparaison franco-belge*, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 227, Paris, LGDJ, 1992 ; A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours », *op. cit.*, p. 866 ; M. Grégoire, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, *op. cit.*, pp. 7 et s.

[119] Sauf peut-être d'une manière sommaire dans les comptes annuels des sociétés.

[120] G. Ravarani, *op. cit.*, p. 376 ; O. Poelmans, *op. cit.*, pp. 216 et s.

[121] Ph. Malaurie, L. Aynès et P. Stoffel-Munck, *Les obligations*, *op. cit.*, pp. 377 et s.

fixés[122]. Dès lors, il semblerait raisonnable de retenir que ne seraient des tiers à l'engagement de subordination générale que les bénéficiaires qui n'ont pas entendu accepter le bénéfice de la stipulation ou qui n'ont pas encore exprimé la volonté d'en recevoir le bénéfice[123]. Ces tiers ne nous retiendront pas plus longtemps car on conçoit mal en quoi un créancier bénéficiaire (même potentiellement) d'un engagement de subordination pourrait rechercher à en nier l'existence. Il en va de même pour les créanciers du débiteur, dès lors qu'une des conditions à la validité de la cession d'antériorité consentie par un de leurs pairs est qu'elle ne puisse leur porter préjudice. Quant aux créanciers du créancier *senior*, ils profitent indirectement de l'engagement pris au bénéfice de leur débiteur.

Ne restent finalement que deux catégories de tiers à considérer : les créanciers du créancier subordonné tout d'abord. Ceux-ci devront selon le principe d'opposabilité des effets externes des contrats évoqué ci-dessus, accepter l'engagement pris par leur débiteur et « en subir toutes les conséquences, notamment quant à la fluctuation du patrimoine [de ce dernier] »[124]. On peut à ce sujet douter de la possibilité pour ces tiers de se prémunir des effets de l'engagement de subordination par le biais de l'action paulienne (art. 1167 du Code civil). La fraude paulienne résulte en effet de « la seule connaissance qu'a le débiteur du préjudice qu'il cause au créancier en se rendant insolvable ou en augmentant son insolvabilité »[125]. Seuls les actes d'appauvrissement sont attaquables[126]. Or en subordonnant sa créance, le créancier *junior* ne s'appauvrit pas. Si ses chances d'être remboursé s'amenuisent, son patrimoine ne s'en trouve pas diminué pour autant. Pour la même raison, sous réserve que la dette soit échue, un paiement effectué par le débiteur en violation de l'accord de subordination auquel il est partie ne sera pas susceptible d'être remis en cause par la voie de l'action paulienne par les créanciers *senior*[127]. Ce paiement était en effet dû. Les créanciers *senior* seront partant bien avisés de requérir

---

[122] Dans la mesure où le stipulant ne peut plus révoquer la stipulation. Le droit du bénéficiaire de la stipulation en revanche existe dès la conclusion du contrat entre le promettant et le stipulant, avant même que le bénéficiaire ne l'ait accepté. Voy., sur ce point, Ph. Malaurie, L. Aynès et P. Stoffel-Munck, *op. cit.*, p. 394.

[123] M. Fontaine – Synthèse, n°s 23 et s. in M. Fontaine et J. Ghestin, *Les effets du contrat à l'égard des tiers. Comparaison franco-belge*, *op. cit.*

[124] A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours », *op. cit.*, p. 866.

[125] Cass. fr., 1re ch. civ., 13 janvier 1993, *JCP*, éd. générale, 1993, II, 22027.

[126] Ph. Malaurie, L. Aynès et P. Stoffel-Munck, *op. cit.*, p. 605.

[127] *Ibid.*, pp. 605 et s. ; S. Jacoby et M. Mehlen, « Les clauses de subordination et de recours limité en droit luxembourgeois », *op. cit.*, p. 926.

de la part des créanciers subordonnés qu'ils doublent leur engagement d'un report de l'exigibilité de la créance subordonnée[128].

Viennent ensuite les cessionnaires en cas de cession de la créance subordonnée. S'agissant de ces derniers, on dépasse la question de l'opposabilité des effets externes de l'engagement de subordination à leur égard, pour se demander s'ils sont tenus d'en respecter les termes ? Autrement formulé, la subordination suit-elle la créance ?

§ 2. La cession de la créance subordonnée

68. *Accessoire/vice.* La créance subordonnée reste une créance et peut, sauf stipulation contraire, être cédée[129]. Le principe est que le cessionnaire recueille la créance avec tous ses accessoires (art. 1692 du Code civil). Il ne peut recevoir ni plus ni moins (sauf manifestation de volonté contraire des parties) de droits que n'en avait le cédant[130]. Se demander si le cessionnaire en acceptant la créance reprend également les engagements du cédant vis-à-vis des créanciers *senior* suppose de rechercher la nature de la subordination : s'agit-il d'une obligation personnelle du créancier *junior* ou bien d'un accessoire de la créance ? Dans le premier cas, la subordination ne survivra pas à la cession. Dans le second en revanche, le cessionnaire sera tenu de respecter l'engagement pris par le cédant.

M. Cabrillac définit l'accessoire de la créance comme « un droit ou une action qui n'a d'autre finalité que d'en renforcer la valeur ou d'en favoriser le recouvrement ; une prérogative dont l'exercice ne peut être profitable qu'au titulaire, quel qu'il soit ». L'auteur poursuit que ne pourraient ainsi constituer un accessoire au sens de l'article 1692 du Code civil que les droits et actions ayant « une incidence bénéfique sur le contenu de la prestation due, ou bien [fournissant] le moyen direct ou indirect d'obtenir cette prestation, ou enfin [sanctionnant] la défaillance du débiteur »[131]. Comme nous l'avons vu cependant, en subordonnant sa créance, le créancier *junior* accepte de dégrader son rang de paiement. La subordination ne présente aucun effet positif sur la créance, bien au contraire. À s'en tenir à l'analyse précitée, la subordination ne pourrait être qualifiée d'accessoire de la créance à laquelle elle se rattache.

---

[128] A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *op. cit.*, p. 145.

[129] J.-J. Caussain et B. Mercadal, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, *op. cit.*, p. 107.

[130] M. Billiau, *La transmission des créances et des dettes*, coll. Droit des affaires, Paris, LGDJ, 2002, p. 40.

[131] M. Cabrillac, « Les accessoires de la créance », in *Mélanges Alex Weill*, Paris, Dalloz-Litec, 1983, pp. 107 et s., n° 20.

Certains auteurs adoptent une conception plus large de la notion d'accessoire. M. Faugérolas voit ainsi dans la subordination et la contre-préférence qu'elle induit un accessoire « négatif » de la créance. La subordination se transmettrait alors avec la créance[132]. M. Couret quant à lui limite cette solution à la clause de dernier rang. La cession d'antériorité propre à la subordination particulière quant à elle ne vaudrait qu'entre parties. En cas de cession de la créance, l'acquéreur devrait renouveler l'engagement pris par le cédant et s'engager à son tour envers le ou les créanciers bénéficiaires de l'antériorité[133].

La qualification de la subordination comme accessoire, même négatif, de la créance reste cependant discutée. Ainsi M. Ansaloni retient-il de son côté que la subordination a « pour but d'aménager la créance en tant qu'objet [et plus particulièrement les modalités de son paiement] et non point les droits sur la créance transmise [de sorte que] la créance subordonnée se transmet de plein droit au cessionnaire avec ses avantages et ses "vices", telle qu'elle était lorsqu'elle appartenait au créancier subordonné initial »[134]. Cette approche est séduisante. En effet, l'accessoire a encore pu être décrit comme un « supplément qui s'ajoute à l'obligation sans en faire partie », sans modifier l'identité de cette dernière obligation[135]. Or, il est discutable que la subordination réponde effectivement à cette description.

La transmission ne modifie pas les prérogatives du créancier. Le cessionnaire recueille la créance de son auteur telle qu'elle existait dans le patrimoine de ce dernier le jour de la transmission. Aussi, qu'il s'agisse d'un accessoire de la créance ou d'un vice de celle-ci, sommes-nous d'avis que l'engagement de subordination suit la créance en cas de cession à un tiers. Seule cette solution est en mesure d'assurer la sécurité juridique. Accepter le contraire permettrait au créancier *junior* de pouvoir trop facilement contourner son engagement, en cédant la créance subordonnée à une société affiliée par exemple[136]. En pratique cependant, en matière de subordination particulière, la cession de la créance subordonnée supposera l'accord préalable des créanciers *senior* (ou de leur agent) et la reprise de l'engagement de subordination par le cessionnaire.

---

[132] L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 433 ; Ph. Dupichot, *Le pouvoir des volontés individuelles en droit des sûretés*, *op. cit.*, p. 684.

[133] A. Couret, « Les financements "mezzanine" », *op. cit.*, p. 145.

[134] G. Ansaloni, « Retour sur la subordination des créances », *op. cit.*, p. 28.

[135] G. Goubeaux, *La règle de l'accessoire en droit privé*, Paris, LGDJ, 1969, pp. 218 et s., n° 147.

[136] L. Glanzmann, « Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung ? Anwendungsbereiche, Ausgestaltung und Grenzen zweier ungleicher Instrumente der Mezzanine-Finanzierung », *op. cit.*, p. 22.

Il reste finalement un tiers particulier qui n'a pas encore été abordé, le curateur en cas de faillite.

Sous-section 2
En cas de faillite

69. La subordination prend toute son importance lorsque le débiteur n'est plus en mesure de désintéresser l'ensemble de ses créanciers. La suspension des paiements est à la fois un événement de défaut sous le contrat de crédit, et une des conditions à l'ouverture d'une procédure de faillite à l'encontre du débiteur ou du créancier *junior*. Sur une ligne de temps, celui de la durée du financement, la mise en jeu de la subordination et l'entrée en scène des procédures d'insolvabilité interviennent à des dates très rapprochées. Il est donc essentiel que la subordination puisse continuer à produire ses effets nonobstant l'ouverture d'une telle procédure. Cela suppose que le curateur en accepte les termes (§ 1) et que la loi ne vienne pas en contredire le fonctionnement (§ 2).

§ 1. Opposabilité au curateur

70. Le principe est que la faillite doit subir tous les effets des conventions conclues sans fraude par le débiteur[137]. C'est ce qu'a réaffirmé la Cour de cassation belge dans son arrêt *Socol* du 28 février 1985[138]. La doctrine est d'avis que la convention de subordination s'imposera aux organes de la faillite[139]. Ces derniers seront ainsi tenus de respecter les engagements pris par les créanciers et le failli et notamment le classement et les règles de répartition qu'ils ont déterminés entre eux. Comme l'a souligné avec justesse la Cour d'appel de Mons sur ce sujet, c'est « parce qu'en principe les actes accomplis par le futur failli sont opposables au curateur en tant que représentant de la masse qu'il a été nécessaire de prévoir, en plus des exceptions découlant des textes légaux

[137] L. Simont, « Essai de classification des sûretés issues de la pratique et problèmes juridiques qu'elles posent », *op. cit.*, p. 307 (en matière de clause de compensation).

[138] F. Heremans, « La cession de créance dans ses rapports avec les opérations de financement », *Droit Bancaire et Financier*, 04/2009, p. 230 ; A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours », *op. cit.*, pp. 866 et s. ; A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours (suite) », *Journal des tribunaux*, Larcier, 4 décembre 2004, nº 6159, p. 881.

[139] L. Faugérolas, « La subordination des créances », *op. cit.*, p. 431 ; J.-J. Caussain et B. Mercadal, *Prêts participatifs et prêts subordonnés : un nouveau mode de financement*, *op. cit.*, p. 111 ; voy. J. Henrot, « Financement LBO et Entreprises en difficulté », *Revue de droit bancaire et financier*, mai-juin 2008, pp. 88 et s., lequel fait référence à un jugement de la Cour d'appel de Paris rendu en ce sens (CA Paris, 3e ch., sect. A, 12 février 1985).

d'application plus générale, les articles 446 à 448 de la loi sur les faillites, qui tendent précisément à permettre au curateur, dans les cas qu'ils prévoient, de faire déclarer, par exception, inopposables à la masse, certains actes accomplis par le commerçant avant sa mise en faillite »[140].

Si le curateur doit donner effet à l'engagement de subordination pris par le failli, que ce dernier soit le créancier subordonné ou le débiteur lui-même, la subordination n'est cependant pas à l'abri de tout danger en cas d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

§ 2. La remise en cause de la subordination par la compensation

71. *Le jeu de la compensation conventionnelle.* La compensation légale s'opère par la seule force de la loi, même à l'insu des parties, du jour de la coexistence de deux dettes réciproques satisfaisant aux conditions de l'article 1290 du Code civil, soit la fongibilité, la liquidité et l'exigibilité de chacune des obligations. Lorsqu'une des conditions précitées fait défaut, les parties sont néanmoins en mesure de recourir à ce mode d'extinction des obligations en renonçant par voie conventionnelle à la réalisation de la condition manquante. En pratique, les créances en jeu dans le cadre d'une opération de financement étant généralement de sommes d'argent, c'est sur l'exigibilité des créances réciproques que porteront de telles conventions. Aux termes de l'article 20 (1) de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, les conventions de compensation sont opposables au curateur et donc efficaces même si ses conditions ne sont réunies qu'après le jugement prononçant l'ouverture de la faillite[141]. Afin d'éviter que le jeu de la compensation conventionnelle ne vienne anéantir l'engagement de subordination, il appartiendra aux créanciers *senior* d'exiger que le débiteur et le créancier *junior* suspendent l'exigibilité de la créance subordonnée et que ceux-ci s'engagent à ne conclure aucune convention susceptible de porter atteinte à l'engagement de subordination. Comme vu précédemment, ces termes devraient être opposables au curateur.

72. *Le jeu de la compensation légale.* La volonté des parties sera toutefois impuissante pour totalement écarter le jeu de la compensation légale en cas de faillite du débiteur. Comme pour la compensation conventionnelle, pour éviter le jeu de la compensation légale, il sera indispensable d'exiger du débiteur et du créancier subordonné qu'ils suspendent l'exigibilité des créances subor-

[140] Mons, 20 juin 1989, *RDC*, p. 883 citée par A. Zenners et I. Peeters, « L'opposabilité des garanties conventionnelles permettant d'échapper au concours », *op. cit.*, p. 867.

[141] Fr. t'Kint et W. Derijcke, *La faillite*, Bruxelles, Larcier, 2006, p. 228.

données jusqu'au paiement préalable des créances *senior*. *A priori*, l'ouverture d'une procédure de faillite à l'encontre du débiteur ne viendra pas mettre à mal cet engagement. L'insolvabilité du débiteur entraîne certes la déchéance du terme[142]. Pour que la compensation légale puisse être opposable à la masse toutefois, ses conditions de mise en œuvre doivent être réunies avant le jugement de faillite[143]. La condition de l'exigibilité n'étant remplie qu'une fois la procédure ouverte, la compensation légale entre les dettes réciproques du débiteur en faillite et du créancier *junior* ne pourra pas jouer. Ainsi est-il en principe impossible de compenser « légalement » après la faillite. Il s'agit d'un paiement interdit aux termes de l'article 444, alinéa 2 du Code de commerce[144] et de l'article 1298 du Code civil[145]. « En principe » seulement, car s'agissant de créances connexes, la jurisprudence a pour des raisons d'équité retenu une exception[146]. La compensation pourra ainsi s'appliquer même après la survenance de la faillite entre créances nées d'un même contrat synallagmatique, ou bien, en cas de contrats distincts, lorsque ceux-ci concourent à la réalisation d'une opération commerciale ou juridique unique[147]. Dans ce cas-ci et en dépit de toute précaution prise à ce sujet, la créance subordonnée pourra être automatiquement réglée – par voie de compensation – en violation des termes de la convention de subordination. Il s'agira alors pour se prémunir de ce risque d'exiger du créancier subordonné qu'il paye (et non pas restitue car il n'aura rien reçu du débiteur) un montant équivalent à la créance subordonnée ainsi éteinte par le jeu de la compensation. D'où l'on en revient à l'intérêt de recourir à la cession à titre de garantie de la créance subordonnée[148].

---

[142] Article 450 du Code de commerce : « le jugement déclaratif de la faillite rend exigible, à l'égard du failli, les dettes passives non échues […] ».

[143] C. Jassogne, *Traité pratique de droit commercial*, t. 2, Diegem, Kluwer Éditions Juridiques, 1992, pp. 358 et s.

[144] Article 444, alinéa 2 du Code de commerce : « Tous paiements, opérations et actes faits par le failli, et tous paiements faits au failli depuis ce jugement sont nuls de droit. »

[145] Article 1298 du Code civil : « La compensation n'a pas lieu au préjudice des droits acquis à un tiers. […] »

[146] J. Raijmakers, « La compensation, une sûreté cachée ? », *ACE Magazine*, nº 9, novembre 2009, pp. 8 et s.

[147] Luxembourg, 1er avril 1977, *Pas.* 23, pp. 55 et s.; O. Poelmans, *Droit des obligations au Luxembourg, Principes généraux et examen de jurisprudence*, *op. cit.*, pp. 670-671 et p. 675.

[148] Voy. *supra*, nº 62; R. Allouche et R. Richard, « Les garanties dans les financements à effet de levier », *op. cit.*, p. 100; G. Fuller, *Corporate Borrowing: Law and Practice*, *op. cit.*, p. 142.

Conclusion

73. La subordination est constituée de deux éléments essentiels : (1) une interdiction de paiement jusqu'au complet désintéressement des créanciers *senior* et (2) le cas échéant, dans le cas où, malgré l'interdiction précitée, le créancier *junior* viendrait à recevoir un quelconque paiement au titre de la créance subordonnée, un engagement de sa part de restituer les sommes ainsi perçues. Relativement simple en son principe, on a pu voir que le mécanisme de la subordination était néanmoins susceptible de soulever un certain nombre de questions juridiques. Malgré celles-ci, il nous paraît néanmoins que sa licéité de principe ne fait pas de doute. La mention expresse faite à la subordination dans la loi relative à la titrisation vient nous conforter dans notre opinion[149].

S'agissant de la subordination, il semble désormais temps de déplacer le débat non plus sur la question de sa validité mais sur celle de son efficacité. Or sur ce point, le Luxembourg présente un régime bien moins avantageux que l'Angleterre par exemple où le recours à l'institution du *trust* offre une meilleure protection aux créanciers *seniors*. La technique contractuelle et notamment le recours à la cession de créance à titre de garantie de la loi du 5 août 2005 peut améliorer sensiblement la position de ces derniers. Seul le recours à la fiducie, lorsque celle-ci est envisageable, permettra cependant de s'assurer que les montants perçus par le créancier *junior* en violation de la convention de subordination ne passent pas dans son patrimoine.

[149] Voy. les articles 63 et 64 (1) de la loi 22 mars 2004 relative à la titrisation.