DROIT ET CROISSANCE

RESTRUCTURATION DE DETTE OBLIGATAIRE, RECAPITALISATION DE LA DERNIERE CHANCE ET INTERVENTIONNISME ETATIQUE

Analyse des conséquences de l'inefficacité du droit français sur la restructuration des entreprises de taille significative

Par Sophie Vermeille

A propos de l'auteur :

Sophie Vermeille est la fondatrice et présidente de l'institut Droit & Croissance. Elle est également avocate, spécialisée en fusions et acquisition ainsi qu'en restructurations et situations spéciales. Sophie Vermeille est rattachée au Centre de recherches en économie du droit de l'Université de Paris II Panthéon Assas ; elle est, par ailleurs, membre de la *Conference of European Restructuring and Insolvency Law* (CERIL) depuis sa fondation en 2015. Sa recherche porte principalement sur l'économie du droit des entreprises en difficulté (*Economics of corporate insolvency law*), sur la règlement boursière et bancaire, ainsi que sur la gouvernance d'entreprise, matières qu'elle enseigne actuellement à HEC Paris et à l'ESCP Europe. Sophie Vermeille a publié, depuis 2009, de nombreux articles mettant en évidence, par l'analyse économique du droit français, les lacunes qui conduisent à son inefficacité économique. Un grand nombre de ses publications sont traduites en anglais et accessibles sur le site du Social Science Research Network (www.ssrn.com).

Sophie Vermeille intervient régulièrement lors de conférences internationales à l'invitation d'institutions publiques telles que le FMI, la Banque mondiale, la Commission européenne, la Banque Centrale Européenne ou la Banque Européenne d'Investissement et des institutions nationales comme l'AMF, l'ACPR ou la Banque de France. Elle intervient également dans le cadre de conférences à destination des professionnels des restructurations des entreprises en difficulté dans le monde entier, notamment dans le cadre d'INSOL et de la *Turnaround Management Association*.

Déclaration d'intérêts :

Les vues exprimées dans le présent article sont exclusivement celles de l'auteur. Cette dernière certifie qu'il n'existe aucune relation susceptible d'influencer, d'une manière ou d'une autre, le contenu des vues exprimées ici présent.

Sophie Vermeille a été amenée à défendre, en sa qualité d'avocat, les intérêts de :
- l'association Regroupement PPlocal, une des deux associations de défense des intérêts des actionnaires individuels de Solocal Group entre septembre 2016 et Janvier 2017, et ce, postérieurement à la finalisation d'une première version de cet article.
- l'association des actionnaires individuels de CGG, à partir du 15 mai 2017, soit quinze jours avant la date de remise, pour publication, de cet article, le 2 juin 2017.

Remerciements :

L'auteur remercie vivement Adrien Bézert, Nicolas Crocq, Thibault Jauffret, Mathieu Kohmann, Victorien Jedryka-Salles, Paul Oudin et Frank-Adrien Papon, membres de Droit & Croissance pour leurs commentaires sur une version antérieure de l'article.

Cet article a été rédigé à la suite d'entretiens auprès des personnes suivantes : Anne-Laure Bardou, François-Régis Benoît, Laurent Benshimon, Haig Bezian, Olivier Billard, Jean-Baptiste de Boissieu, Cédric Boghanim, Hervé Ekue, Gilles Endreo, Tanneguy de Carné, Mathieu Clavel, David Chijner, Mathilde Damon, Olivier Jouffroy, Benjamin Kanovitch, Frédéric Maire, Arnaud Mezrahi, Vincent Pansart, Jean Peyrelevade, Stephen Portsmouth, Florence Priouret, Mark Rollinger, Julien Sébastien, Adrian Théry, Pierre Verlé, Nicolas Verlé, Agnès Touraine et Pierre Villadary. L'auteur remercie ces personnes pour leur disponibilité. Les idées et les opinions exprimées dans cette étude ne sauraient été attribuées à l'une d'entre elles.

A propos de Droit & Croissance :

Droit & Croissance (D&C) est un institut indépendant et non-partisan, fondé en 2012 et ouvert à tous ceux partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. Depuis 2016, D&C est affilié à l'Institut Louis Bachelier, association à but non lucratif, placée sous la tutelle du Ministère de l'Economie et des Finances, regroupant 350 chercheurs.

La mission de D&C est d'interpeller les acteurs publics et privés, ainsi que de nourrir les débats de la société civile, afin de faire valoir l'importance de la recherche en analyse économique du droit (*Law & Economics*) et en économie comportementale (*Behavioral Economics*). D&C s'attache ainsi à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements des différentes disciplines des sciences sociales, responsable, selon D&C, de l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance.

Droit & Croissance
c/o Institut Louis Bachelier
Palais Brongniart
28, place de la Bourse
75002 Paris
www.droitetcroissance.fr

Comité de direction de Droit & Croissance :
Sophie Vermeille (Présidente)
Thomas Philippon (Vice-Président)
Lucien Rapp (Vice-Président)
Yann Coatanlem
Jacques Delpla
Bernard Desolneux
Frank Gentin
Mathieu Luinaud
Emmanuelle Mignon
Isabelle Roux-Chenu
Ludovic Subran

RÉSUME

Entre 2009 et 2017, 82 opérations d'augmentations de capital ont été réalisées par des entreprises en difficulté cotées sur le marché Euronext, après un apport en numéraire réalisé par leurs actionnaires existants. Sur ces 82 opérations, 30 ont été réalisées par des entreprises cherchant à lever plus de 50 millions d'euros au cours de cette même période. L'État français a joué un rôle dans plus d'un tiers de ces opérations de taille significative.

Sauf dans les cas où les créanciers acceptent des concessions importantes, sous la forme d'abandons de créances, entraînant le cas échéant, une dilution significative des droits des actionnaires, ces recapitalisations opèrent un transfert massif de richesses, depuis les souscripteurs au bénéfice des créanciers, qui voient s'éloigner le risque de défaut de l'entreprise. L'analyse de la performance boursière des actions émises dans le cadre des 30 opérations les plus significatives, confirme que ce type d'opérations constitue souvent un pari risqué pour leurs souscripteurs et retarde parfois inutilement la restructuration en profondeur de la dette de l'entreprise.

Le risque que ces recapitalisations « de la dernière chance » s'avèrent ruineuses pour les actionnaires, et contraires finalement à l'intérêt des entreprises, est d'autant plus élevé, que le bilan de ces dernières est complexe et leur dette est dispersée sur les marchés financiers. Cette situation rend l'obtention de concessions de la part des créanciers, en contrepartie d'un apport d'argent frais, plus difficile à obtenir. Il est symptomatique à cet égard qu'aucune société cotée en France n'ait jamais réalisé d'offre publique d'échange de titres obligataires en actions, seul moyen de matérialiser un abandon de créances obligataires significatif, hors procédure collective.

Dans un contexte propice au développement des marchés obligataires en Europe et à l'optimisation de la structure financière des entreprises, le risque de voir se multiplier à l'avenir des augmentations de capital de la dernière chance ruineuses ainsi que des procédures collectives coûteuses, est très élevé.

L'objet de cette étude est de démontrer que les lacunes du droit français, rend ce dernier responsable de ces effets pervers :

1) il est impossible pour une grande entreprise française d'organiser des offres publiques d'échange d'obligations en actions afin d'obtenir des concessions significatives de leurs créanciers, car elle ne peut pas utiliser l'ouverture d'une procédure collective, comme d'une menace crédible,

2) les règles relatives à la gouvernance d'entreprise protègent insuffisamment les créanciers, comme les actionnaires minoritaires contre les choix risqués de leurs dirigeants, placés souvent dans une situation de déni face à l'ampleur des difficultés, et

3) les obligations de transparence et d'information des marchés financiers à la charge des entreprises sont insuffisantes pour permettre aux investisseurs d'apprécier véritablement les risques présentés par des augmentations de capital de la dernière chance.

L'intervention de l'État, agissant encore trop systématiquement comme actionnaire en dernier ressort, sert de palliatif à l'inefficacité du droit français.

Lorsque son intervention prend la forme d'une aide d'Etat, il oblige la Commission européenne à forcer les entreprises à réaliser des concessions douloureuses pour éviter une distorsion de concurrence sur le marché commun.

L'intervention de l'Etat est, par ailleurs, de nature à encourager de manière trompeuse les actionnaires minoritaires, moins bien informés, à prendre des risques inconsidérés pour renforcer les fonds propres de l'entreprise.

Pour toutes ces raisons, la France a tout à gagner d'une réforme significative de son droit, en particulier, du droit des entreprises en difficulté. Elle devrait, pour cela, appuyer l'initiative de la Commission européenne reconnaissant l'importance fondamentale que revêt l'adoption de standards minimum concernant le droit des entreprises en difficulté pour la croissance en Europe, rendue publique le 22 novembre 2016 dernier.

Une telle réforme permettrait le développement d'un marché pour l'acquisition du contrôle des grandes entreprises en difficulté par le rachat de leur dette sur le marché secondaire et favoriserait l'intervention d'investisseurs privés en mesure de devenir actionnaires majoritaires de sociétés en difficulté, quelle que soit leur taille.

En définitive, seule la création d'un tel marché pour le contrôle des grandes entreprises en difficulté permettra d'éviter la fatalité de certaines opérations d'augmentation de capital « de la dernière chance », de réduire les pertes subies par des actionnaires minoritaires mal informés, ainsi que les risques inconsidérés que l'Etat est souvent contraint d'assumer en agissant comme actionnaire en dernier ressort.

Cette étude empirique est complétée par une analyse détaillée des restructurations de Bull, Technicolor, CGG, Solocal Group, Eurotunnel, Alcatel, Alstom, PSA Peugeot Citroën, Areva et General Motors.

SOMMAIRE

RÉSUME 5

SOMMAIRE 7

INTRODUCTION 8

PARTIE I : ANALYSE DES DÉTÉRMINANTS DE LA RÉUSSITE DES OPÉRATIONS DE RECAPITALISATION DE LA DERNIÈRE CHANCE 17

A) UN NOMBRE ÉLEVÉ D'ECHECS D'AUGMENTATIONS DE CAPITAL FAUTE DE CONCESSIONS SUFFISANTES DES CRÉANCIERS 17
B) UN CADRE JURIDIQUE QUI LAISSSE LIBRES LES ACTIONNAIRES DE PARTICIPER AUX AUGMENTATIONS DE CAPITAL DE LA DERNIÈRE CHANCE 20
C) UN CONTEXTE ECONOMIQUE QUI ACCROIT LE RISQUE D'AUGMENTATIONS DE CAPITAL DE LA DERNIERE CHANCE RUINEUSES ET NÉCESSITE PLUTÔT DES RESTRUCTURATIONS EN PROFONDEUR DU BILAN 22
D) L'ABSENCE D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE D'OBLIGATIONS EN ACTIONS OU L'IMPOSSIBLE RESTRUCTURATION EN PROFONDEUR DE LA DETTE OBLIGATAIRE 25
LA RESTRUCTURATION CONTESTABLE DE BULL 29
LA RESTRUCTURATION DE TECHNICOLOR 35
L'AUGMENTATION DE CAPITAL DE LA DERNIERE CHANCE DE LA SOCIETE CGG 38
LES DEUX RESTRUCTURATIONS SUCCESSIVES DE SOLOCAL GROUP 39

PARTIE II : LE LIEN ETROIT ENTRE INEFFICACITE DU DROIT, ABSENCE D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE ET RECAPITALISATIONS DE LA DERNIERE CHANCE 41

A) L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE : UN SUCCES IMPOSSIBLE EN L'ABSENCE D'UN DROIT DES ENTREPRISES EN DIFFICULTE INEFFICACE. 41
1ER CONSTAT 41
2EME CONSTAT 44
3EME CONSTAT 50
B) DES AUGMENTATIONS DE CAPITAL DE LA DERNIÈRE CHANCE FAVORISÉES PAR L'ABSENCE D'UN DROIT DES SOCIÉTÉS ET D'UN DROIT BOURSIER EFFICACES 74
5EME CONSTAT 75
LES RESTRUCTURATIONS SUCCESSIVES D'EUROTUNNEL 78
LA RESTRUCTURATION D'ALCATEL AVANT SON ABSORPTION PAR NOKIA 80
6EME CONSTAT 81
7EME CONSTAT 86
C) L'INTERVENTION DE L'ÉTAT EN QUALITÉ D'ACTIONNAIRE EN DERNIER RESSORT : UN PALLIATIF AUX LACUNES DU DROIT 92
8EME CONSTAT 92
LE SAUVETAGE D'ALSTOM PAR L'ÉTAT FRANÇAIS AVANT SON DEMANTELEMENT 96
LE SAUVETAGE DE PSA PEUGEOT CITROËN PAR L'ETAT FRANÇAIS 98
LE SAUVETAGE CONTESTABLE D'AREVA PAR L'ETAT FRANÇAIS 104
9EME CONSTAT 109
LE SAUVETAGE DE GENERAL MOTORS PAR LE TRESOR AMERICAIN 116

PARTIE III: RECOMMANDATIONS ET CONCLUSION GENERALE 116

ANNEXE 1 – TABLEAU DES 30 PLUS IMPORTANTES AUGMENTATIONS DE CAPITAL AVEC DPS 126

INTRODUCTION

1. – **Trente opérations de recapitalisation significative de sociétés cotées entre janvier 2009 et mai 2017.** Entre janvier 2009 et le mi-mai 2017, pas moins de 101 recapitalisations d'entreprises cotées ont eu lieu sur le marché Euronext, à la suite de difficultés financières. Parmi ces opérations, 82 ont donné lieu à l'émission d'actions nouvelles ordinaires, avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS), autorisant les actionnaires existants à participer au renforcement de leurs fonds propres. Ces 82 opérations concernent 62 entreprises, parmi lesquelles, seules 21 ont réalisé une opération dont le montant dépassait les 50 millions d'euros[1]. Ces 21 grandes entreprises ont par ailleurs été à l'origine de 30 opérations de recapitalisation avec maintien du droit préférentiel de souscription (sur les 82 de notre échantillon), un certain nombre d'entre elles ayant fait plusieurs fois appel au marché, pour régler leurs difficultés financières[2].

2. – **Ces trente opérations sont listées ci-après, elles sont mentionnées plus en détail en Annexe 1** : Faurecia en mai 2009, Club Méditerranée en juin 2009, Imerys en juin 2009, Mersen (ex Carbonne Lorraine) en octobre 2009, Technicolor en mai 2010, Futuren (ex Theolia) en juillet 2010, Michelin en septembre 2010, Groupe Partouche en août 2010, puis à nouveau en mai 2011, Soitec en juillet 2011, PSA Peugeot Citroën en mars 2012, Sequana en juillet 2012, Technicolor à nouveau en juillet 2012, Soitec à nouveau en juillet 2013, Alcatel-Lucent en décembre 2013, Gascogne en mai 2014, PSA Peugeot Citroën à nouveau en juin 2014, Solocal Group en juin 2014, Soitec en juillet 2014, Sequana à nouveau en juillet 2014, Futuren à nouveau en décembre 2014, Eurodisney en février 2015, Monte-Carlo Société anonyme des bains de mer en mars 2015, OL-Groupe en juin 2015, Latécoère en septembre 2015, CGG en février 2016, Vallourec en mai 2016, Soitec à nouveau en juin 2016, Solocal Group à nouveau en mai 2017 et bientôt EDF en juin 2017.

---

[1] Une description plus détaillée de l'échantillon d'entreprises figure ci-après au paragraphe 17 et s. Cette étude a été réalisée à partir de l'analyse des 218 notes d'opération de 2009 au 19 mai 2017, concernant 213 opérations distinctes, et ayant pour objet l'émission et l'admission de titres de capital sur le marché Euronext (ainsi que, dans le cas particulier de Vallourec, de titres donnant accès au capital de la société dans la mesure où l'émission dans un premier temps d'ORA et non d'actions était destinée à pallier très temporairement l'absence 'de l'autorisation de l'opération par l'autorité de la concurrence brésilienne de l'opération au moment de l'émission). Ces notes d'opération sont toutes disponibles sur le site de l'AMF : www.amf-France.org. Sur les 101 opérations faisant appel aux actionnaires existants, un faible nombre ont donné lieu à des bons de souscription d'actions, immédiatement exerçables au moment de la recapitalisation et pour une courte durée, néanmoins supérieure à celle d'un droit préférentiel de souscription. Pour les besoins de cette étude, ces opérations ont été considérées comme des opérations avec maintien préférentiel de souscription.

[2] Certaines opérations de recapitalisation sont inférieures à 50 millions d'euros mais ont été retenues dans l'échantillon des 30 opérations significatives afin de mettre en évidence le devenir des 21 entreprises en difficulté qui ont fait appel au marché, au moins une fois, afin de se recapitaliser pour un montant total supérieur à 50 millions d'euros et ce, en tenant compte des autres augmentations de capital réalisées concomitamment à l'émission d'actions nouvelles avec maintien du droit préférentiel de souscription. La restructuration de la société Belvédère en 2013 n'a pas été retenue dans l'échantillon, dans la mesure où elle n'a pas conduit à l'émission d'actions avec droit préférentiel de souscription, en dépit de la conversion massive de la dette en actions, conduisant à un changement de contrôle. La restructuration de Belvédère a conduit à la place à l'attribution gratuite de bons de souscription d'actions relutifs au profit des actionnaires, exerçables dans le temps sur plusieurs années. *Cf.* Note d'opération de la société Belvédère, visa n°13-162 du 16 avril 2013. Areva n'a pas non plus été retenue dans l'échantillon. C'est un cas également à part, dans la mesure où la société est sur le point d'être scindée en trois. Elle fera par la suite l'objet d'une offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire, avant d'être recapitalisée. *Cf. infra* p104.

Dans les mois prochains, Air France[3] et à nouveau CGG[4] devraient s'ajouter à la liste. Avant 2009, on se souviendra de certaines recapitalisations retentissantes, comme celles d'Eurotunnel dans les années 90-2000[5], de France Telecom en mars 2003[6], d'Alstom en mai 2004[7].

3. – **Définition d'une recapitalisation dite « de la dernière chance »**. La recapitalisation des 21 grandes entreprises, figurant dans notre échantillon, a souvent pris la forme d'une augmentation de capital dite « de la dernière chance ». Pour les besoins de cette étude, nous qualifierons ainsi, toute augmentation de capital effectuée par apport en numéraire, à l'exclusion de toute conversion de dette en actions, réalisée au profit d'une entreprise respectant au moins trois des cinq critères suivants : (i) l'opération est présentée au marché, comme essentielle à la survie immédiate de l'entreprise, (ii) l'entreprise a un niveau d'endettement élevé, se traduisant par une notation dite « spéculative » ou proche de l'être (iii) l'entreprise a interrompu le paiement de ses dividendes, ou n'a pas distribué de dividende, au cours des trois dernières années, (iv) le prix de souscription des actions nouvelles enregistre une décote supérieure à 30%, par rapport à la valeur faciale du cours de bourse, immédiatement avant l'annonce de l'opération (v) l'émission d'actions conduit à une dilution importante (supérieure à 25%) des droits des actionnaires qui n'y participent pas. Selon cette définition, 25 des 30 opérations listées en Annexe 1 peuvent être qualifiées d'augmentations de capital « de la dernière chance ».

4. – **Une recapitalisation de la dernière chance sans concession significative des créanciers**. Dans toute augmentation de capital de la dernière chance, les créanciers font peu, voire pas, de concessions dites « significatives ». Pour les besoins de cette étude, nous appellerons, ainsi, toute forme d'abandon de créances effectué sous forme de prêt ou d'obligation simple, concédé par les créanciers, avec ou sans contrepartie[8]. En l'absence de concessions significatives, une opération de recapitalisation de la dernière chance opère un transfert d'une partie du risque financier porté par les créanciers de l'entreprise vers ses actionnaires. Le produit d'une augmentation de la dernière chance peut être utilisé à des fins multiples, telles que (1) apurer le passif antérieur, ce qui conduit à accroître le transfert de richesse opéré par les actionnaires au profit des créanciers (2) financer le plan de restructuration opérationnelle de la société (licenciements, réorganisation des activités, etc.), ou encore (3) financer des projets d'investissements indispensables à la poursuite de l'activité de la société, qui ne peuvent être financés par la dette, compte tenu du niveau d'endettement de la société.

5. – **Les déterminants du pari risqué des actionnaires participant à des opérations de recapitalisation de la dernière chance.** En participant à une telle opération, les actionnaires minoritaires de l'entreprise doivent avoir deux espoirs :

---

[3] BFM TV, « *Air France n'échappera pas à une recapitalisation de capital* », 16 février 2017. Il est par ailleurs précisé qu'en 2014 Air France avait déjà bénéficié du soutien de sa maison-mère Air France KLM pour émettre un emprunt sur le marché, permettant de faciliter son désendettement. V. Note d'opération de la société Air France, visa n°13-0077 du 19 mars 2013.

[4] Le Figaro, « *La valeur du jour à Paris – CGG : l'augmentation de capital se rapproche* », 22 février 2017.

[5] Challenges, « *La chronologie d'Eurotunnel* », 1er décembre 2010.

[6] Libération, « *1000 millions d'actions pour France Telecom* », 25 mars 2003.

[7] Nouvel Obs, « *Alstom : les banques donnent leur soutien* », 3 juin 2014.

[8] Sont ainsi exclus de la définition, une modification des termes et conditions des instruments de dette donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription. De plus, lorsque l'abandon de créances a pour contrepartie l'émission d'actions nouvelles, le prix de souscription desdites actions, est nécessairement supérieur au prix de souscription des actions émises, le cas échéant, en contrepartie d'un apport en numéraire.

1°) que leur entreprise présente, en dépit de ses difficultés du moment, des perspectives de trésorerie à moyen terme supérieures au montant de sa dette ; ces perspectives peuvent dépendre de la réalisation d'opérations de restructurations et/ou d'investissements annoncées par l'entreprise. Autrement dit, l'opération de recapitalisation est susceptible de présenter un intérêt patrimonial pour les actionnaires à la condition que l'entreprise soit solvable. Pour cela, l'augmentation de capital doit être réalisée à un stade suffisamment en amont des difficultés, et

2°) que l'opération de recapitalisation créera suffisamment de valeur nette positive pour satisfaire leurs exigences de rendement. Celles-ci devraient être légitimement élevées, considérant les risques encourus. Il convient de rappeler que, plus le risque d'investissement est élevé, plus l'actionnaire est en droit d'espérer une rémunération élevée, étant précisé que, dans une économie ouverte, un actionnaire dispose d'opportunités d'investissements aux profils de risques variés.

6. – **Une performance boursière insuffisante des actions émises dans le cadre d'augmentations de capital de la dernière chance au regard de la performance du CAC40 sur une même période**. Notre analyse des 25 augmentations de la dernière chance, concernant seulement 18 entreprises différentes, met en évidence, un taux d'échec d'environ 30% (étant précisé que quatre émissions ont été réalisées entre 2016-2017). Pour les besoins de cette étude, toute augmentation de la dernière chance est un échec si elle est suivie, dans un délai de moins de quatre ans, d'une nouvelle augmentation de la dernière chance ou d'une restructuration en profondeur du bilan, entraînant une conversion massive de la dette en actions, conduisant elle-même à une dilution de plus de 80% des droits des actionnaires. Notre étude relève également la faible rentabilité pour l'actionnaire des augmentations de capital de la dernière chance. En prenant comme référence l'évolution du CAC 40 sur une période identique pour chacune des actions émises, on constate que dans la moitié des cas (12 sur 24[9]), la performance boursière des actions reste inférieure à 1,5 fois celle du CAC 40, que l'on peut considérer comme référence de la performance d'une action au profil de risque standard. Cette situation n'est pas sans conséquence pour les entreprises qui retardent inutilement la restructuration en profondeur de leur bilan.

7. – **Un pari risqué des actionnaires au regard du rendement moyen offert par les actions de sociétés en difficulté**. Des études empiriques confirment les mauvais choix d'investissement des actionnaires, amenés à participer à des recapitalisations de la dernière chance, et ce, en dépit du transfert de richesse opéré au détriment des actionnaires qui n'y participent pas. Ces études mettent en évidence que le rendement moyen de l'action des sociétés en difficulté est bien trop faible, au regard du rendement moyen observé dans des sociétés en bonne santé, appartenant à un secteur d'activité identique[10]. Le monde académique a ainsi qualifié de « *distressed puzzle* », l'interrogation persistante quant aux raisons susceptibles d'expliquer les raisons du décalage existant, entre (i), d'une part, la théorie, selon laquelle, les actionnaires d'une société en difficulté exigent forcément un rendement plus élevé, compte tenu des risques encourus, et (ii), d'autre part, la réalité observée, telle qu'elle ressort, des études empiriques. Comme évoqué, les entreprises

[9] Est exclu EDF dans la mesure où le règlement livraison des actions, émises dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, doit survenir en juin 2017.

[10] Ch. C. Opp, « *Learning, Optimal Default, and the Pricing of Distress Risk* », 2015, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2181441. J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », 2015 ; J. Campbell, J. Hilscher, J. Szillagyi, « *In search of distressed risk* », 2016, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2785210.

structurent leurs opérations de recapitalisation de la dernière chance, de manière à encourager leurs actionnaires à y participer[11]. L'émission d'actions nouvelles est réalisée à un prix faisant ressortir une décote importante par rapport au cours de bourse. Cette décote ne semble toutefois souvent pas suffisante, dans la perspective de réduire le risque pris par les actionnaires souscrivant à l'opération, compte tenu de l'existence de transferts de richesse opéré au profit des créanciers.

8. – **Un État français omniprésent dans les opérations de restructuration de grandes entreprises françaises**. L'État actionnaire, entendu ici au sens large, a été amené à jouer un rôle, dans 12 des 30 opérations de l'échantillon, soit en sa qualité d'actionnaire existant, au moment de leur recapitalisation, soit, le plus souvent, en qualité « d'actionnaire en dernier ressort »[12], apportant son soutien financier à l'occasion de la recapitalisation. La garantie accordée par l'État à PSA Finance constitue une treizième intervention. L'État est ici entendu au sens de l'État *stricto sensu*, intervenant par l'intermédiaire de l'Agence des participations de l'État (APE), de la Caisse des Dépôts et consignations (CDC), établissement public à statut *sui generis* ou de Bpifrance (BPI), société anonyme détenue à parité par l'État et la CDC. Toutes tailles confondues, l'État actionnaire a été amené à jouer un rôle dans 16 des 82 opérations donnant lieu à l'émission d'actions nouvelles avec droit préférentiel de souscription entre 2009 et mi-mai 2017. Cette situation n'est pas surprenante, compte-tenu niveau d'intervention et d'engagement de l'État dans l'économie, qui n'a pas d'équivalent dans l'OCDE selon la Cour des Comptes[13].

9. – **Un État actionnaire trop rarement gagnant.** Dans ce contexte, il est permis de s'interroger sur les conditions et les motivations de ces recapitalisations car, en intervenant dans l'urgence en qualité d'actionnaire en dernier ressort, l'État accepte de prendre un risque bien plus élevé que celui de tous les autres investisseurs du fait de sa position la plus défavorable dans l'ordre des priorités. L'État a ainsi souscrit à 11 des 30 opérations de recapitalisation de notre échantillon (en excluant EDF, le règlement-livraison étant prévu pour juin 2017) Il a reçu une juste rémunération pour le risque extrême qu'il encourait (supérieure à 1,5 fois celle du CAC 40) dans moins de la moitié des cas (quatre sur onze). Il s'agit de : PSA Peugeot Citroën en 2014, Vallourec en 2016 et, dans une moindre mesure au regard du montant de sa participation, Gascogne en 2014 et Soitec en 2016 (cette dernière ayant enregistré un succès spectaculaire, après de très nombreux échecs)[14]. Avant 2009, on se souviendra également de la plus-value de l'État réalisé sur Alstom en 2004, même si on peut s'interroger sur les conditions de cette vente à Bouygues qui espérait par cette acquisition pouvoir récupérer également Areva[15]. En dehors de rares valeurs ayant connu un succès spéculatif et dans lesquelles l'État n'a pas vocation à se substituer à des fonds spécialisés, l'État perd régulièrement des sommes importantes dans ce type d'opérations, comme ce fut le cas, en particulier, dans CGG en 2016, Sequana en 2012 et 2014 mais surtout Areva et bientôt EDF et la SNCF selon l'avis de certains spécialistes. Si le statut d'entreprise publique de la société requiert une approche différente du traitement des difficultés, il ne doit pas occulter l'importance de conditionner l'intervention de l'État dans les entreprises insolvables, à l'absorption des pertes par les créanciers, dès lors que l'État ne peut se voir reprocher d'interférer directement dans la gestion des entreprises dans lesquelles il investit.

---

[11] *Cf. §* 102 et s.
[12] Par opposition à l'expression au rôle de « prêteur en dernier ressort » de la Banque centrale européenne pour le refinancement des banques.
[13] Cour des comptes, « *L'État actionnaire* », 2017, p. 52.
[14] V. Annexe 1 de l'étude.
[15] Les restructurations de PSA Peugeot Citroën, d'Alstom et d'Areva font l'objet d'une description détaillée.

10. – **Des interrogations sur les modalités de ces opérations de recapitalisation**. Les recapitalisations de la dernière chance d'entreprises de taille significatives, constituent, à plusieurs titres, une exception française et soulèvent les questions suivantes :

1°) Pourquoi les grandes entreprises cotées françaises sont-elles si promptes à se lancer dans des opérations risquées de recapitalisations de la dernière chance, sans exiger, au préalable, comme c'est l'usage dans de nombreux pays, d'importantes concessions de la part de leurs créanciers ?

2°) Pour quelles raisons les créanciers de ces grandes entreprises n'exigent-ils pas davantage des dirigeants de restructurer en profondeur la dette de l'entreprise, comme ils le font dans de nombreux pays, pour éviter l'échec de l'entreprise dont ils supporteront les pertes ?

3°) Pour quelles raisons les actionnaires minoritaires de ces entreprises acceptent-ils de participer à des recapitalisations de la dernière chance aussi risquées pour les actionnaires ?

4°) Quelle responsabilité doivent porter les dirigeants d'entreprises françaises qui font courir de tels risques à leurs actionnaires et à leurs entreprises ?

5°) Quelles sont les raisons qui contraignent l'État à assumer, en France, un rôle d'actionnaire en dernier ressort, dans des entreprises autant publiques que privées ?

6°) Pourquoi l'État, ne contraint-il pas systématiquement les créanciers à réaliser des concessions pour réduire son risque et limiter le coût de ce type de recapitalisations pour les finances publiques ?

11. – **Des lacunes du droit français qui accroissent le risque de perte des actionnaires.** Cette étude tentera de démontrer l'existence d'un lien de causalité entre les spécificités du traitement des difficultés des grandes entreprises françaises, comme les risques élevés subis par les actionnaires participant à des recapitalisations, et certaines défaillances bien identifiées du droit français et notamment du droit des entreprises en difficultés. Nous utiliserons une comparaison avec le droit américain car plusieurs études empiriques ont déjà démontré que les opérations de recapitalisation réalisées par des entreprises en difficulté étaient plus fréquentes en Europe qu'aux États-Unis[16]. En admettant que le droit français se situe dans la moyenne des pays européens, les actionnaires minoritaires courent *a priori* un plus grand risque de participer à une recapitalisation de la dernière chance en France qu'aux États-Unis.

12. – Nous chercherons à mettre en évidence le lien qui existe entre les défaillances du droit

[16] J. Franks, S. Sanzhar, « *Evidence on debt overhang from distressed equity issues* », 2006, EFA 2005 Moscow Meetings Paper, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_id= 570068. Une étude américaine reporte en 1995 un nombre quasi-inexistant d'opérations de recapitalisation réalisées par des sociétés américaines, L. Senbet, J. Seward, « *Financial distress, bankruptcy and reorganization* », 1995, in R. Jarrow, al., Eds., Handbook in OR & MS, Vol. 9, Chapter 28. Cette dernière étude est néanmoins contredite par d'autres. V. E. Fama, Kenneth French, « *Financing Decisions: Who Issues Stock*? » 2003, CRSP Working Paper No. 549.

et :

1°) les difficultés que rencontrent les grandes entreprises françaises, dont la dette obligataire est dispersée sur les marchés financiers, pour restructurer leur dette en profondeur, en dehors de toute procédure collective ; cette analyse nous permettra de mettre en évidence les défaillances du droit français des entreprises en difficulté ;

2°) les difficultés que rencontrent les créanciers pour exercer un contrôle sur les dirigeants d'entreprises leur permettant de les contraindre à privilégier des restructurations de la dette en profondeur ; cette analyse nous permettra de mettre en évidence les défaillances du droit français des entreprises en difficulté ainsi que du droit français des sociétés, en particulier, les défaillances des règles de gouvernance d'entreprises ;

3°) l'insuffisance de la protection accordée aux actionnaires minoritaires dans le cadre des recapitalisations de la dernière chance, cette analyse nous permettra de mettre en évidence les défaillances du droit français des marchés financiers ;

4°) la facilité avec laquelle les dirigeants de sociétés françaises font courir à leurs actionnaires minoritaires des risques très élevés en les invitant à souscrire à des recapitalisations de la dernière chance sans engager leur propre responsabilité, cette analyse nous permettra de mettre en évidence les défaillances du droit français des sociétés et, en particulier, celles des règles de gouvernance d'entreprises ;

5°) la fréquence de l'intervention de l'État français dans les recapitalisations de la dernière chance s'explique par l'absence de marché permettant à des fonds d'investissement opportunistes de jouer le rôle qui est le leur, dans d'autres pays. ; cette analyse nous permettra de mettre en évidence le lien de causalité entre cette défaillance de marché et celles du droit français des entreprises en difficulté ;

6°) les modalités de l'intervention de l'État français qui accepte souvent le risque d'un actionnaire en dernier ressort,plutôt que celui, moins élevé, du prêteur, font subir des pertes considérables aux finances publiques, et ce, parfois en violation des règles européennes sur les aides d'Etat.

13. – **Un domaine d'étude encore insuffisamment exploré**. Nous nous attacherons à mettre l'accent sur les effets pervers du droit français, en particulier ceux, aujourd'hui bien connus, du droit des entreprises en difficulté, dans le traitement des difficultés des grandes entreprises cotées, au bilan complexe. Ces effets pervers s'observent dans les grandes difficultés que rencontrent les sociétés cotées faisant appel aux marchés obligataires pour restructurer leur dette en profondeur ainsi que dans les pertes que ces difficultés font supporter aux sociétés, à leurs actionnaires minoritaires et à l'État actionnaire. Nous montrerons que ces pertes sont également les conséquences de lacunes dans les règles de gouvernance d'entreprise et dans le droit boursier qui, en France, offrent des protections insuffisantes aux investisseurs. Tous ces effets pervers n'ont, à notre connaissance, jamais été étudiés sous cet angle, dans les publications académiques françaises et étrangères. Des études empiriques ont cependant déjà établi un lien direct entre, d'une part, les lacunes en matière de gouvernance d'entreprise et, d'autre part, la fréquence des opérations de recapitalisation de la dernière chance[17]. Nous nous attacherons cependant à aller plus loin dans cette étude, afin d'établir un lien de causalité entre l'inefficacité du droit des entreprises

[17] J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », *op. cit.*

en difficulté et la fréquence de ces opérations. L'existence d'un tel lien expliquerait, en partie, la dissonance du « *distressed puzzle* » évoquée plus haut.

14. – **Une démonstration en neuf constats**. Nous tenterons de démontrer l'existence d'un lien de causalité entre les défaillances du droit français et les effets pervers mentionnés ci-dessus en nous appuyant sur neuf constats empiriques issus de l'analyse économique du droit classique, appliquée au droit français :

> **1er constat :** Le pouvoir de négociation d'un dirigeant d'entreprise, souhaitant obtenir de ses créanciers obligataires l'échange de leurs titres en actions dans le cadre d'une offre publique, dépend fortement de la crédibilité de la menace de l'ouverture d'une procédure collective en cas d'échec de l'offre. L'absence d'offres publiques d'échange d'obligations en actions en France est révélatrice de l'incapacité de la procédure collective à renforcer le pouvoir de négociation du dirigeant, en amont de la procédure collective. Si le droit n'offre aucun levier au dirigeant pour, à la fois, contraindre et convaincre ses créanciers obligataires à accepter son offre publique d'échange, le dirigeant reste condamné à réviser ses ambitions à la baisse et à se contenter d'un simple rééchelonnement de la dette.
>
> **2ème constat** : La procédure collective ne permet pas au dirigeant de contraindre ses créanciers obligataires à accepter des concessions significatives, car elle n'offre aucun moyen d'autoriser unilatéralement une réduction du montant de la dette obligataire de l'entreprise. Par ailleurs, la procédure collective française n'offre aucune protection pour faciliter le financement de l'entreprise pendant sa période d'observation, période pourtant cruciale pour préparer un plan alternatif, en cas d'échec de l'offre publique. Dans ces conditions, le dirigeant n'est pas incité à obtenir des concessions significatives de la part de ses obligataires.
>
> **3ème constat :** La procédure collective française, caractérisée par des règles complexes et antiéconomiques et une issue hautement aléatoire ne permettant pas aux créanciers de déterminer le gain financier que constitue pour eux une alternative à la procédure collective. Les dirigeants ne disposent donc d'aucun moyen pour convaincre les créanciers obligataires de l'intérêt que présente, pour eux, l'offre publique d'échange. L'absence de règles claires permettant d'anticiper et de comprendre comment la procédure collective française redistribuera les risques d'une manière à la fois prévisible, équitable et transparente accroît considérablement le risque de rejet d'une offre alternative d'échange par des obligataires pouvant, parfois, se laisser convaincre que l'ouverture d'une procédure collective leur sera plus favorable.
>
> **4ème constat** : Les règles de la procédure collective française ne permettent pas d'assurer les conditions nécessaires à l'émergence d'un marché pour le contrôle des grandes entreprises en difficulté, dont la dette est dispersée sur les marchés financiers. L'absence de fonds d'investissement opportunistes susceptibles de consolider la dette de ces entreprises en un nombre réduit de mains pour en prendre le contrôle à terme, créé un effet pervers sur les dirigeants français. Cette situation leur permet parfois de jouir d'un privilège rarement accordé à leurs homologues américains, celui de s'affranchir de toute discipline financière. L'absence de devoir de loyauté des dirigeants, vis-à-vis de leurs créanciers, est également de nature à aggraver cette irresponsabilité compte tenu de la propension naturelle des dirigeants à remettre les décisions difficiles à plus tard.

5ème constat : Faute d'incitation ou de moyens de réduire significativement le niveau de sa dette, le dirigeant français est plus facilement enclin à recourir à des recapitalisations de la dernière chance. La théorie économique dite du « *debt overhang* » postule que des actionnaires rationnels devraient normalement s'abstenir de participer à des opérations qui présentent un risque financier aussi important. Pourtant, les études empiriques réalisées en Europe ainsi que notre analyse des cas français montrent un écart entre la théorie et la pratique.

6ème constat : L'écart entre la théorie et la pratique s'explique d'abord par la difficulté pour les actionnaires minoritaires, placés dans une situation d'asymétrie d'information, à évaluer correctement leur intérêt patrimonial dans de telles opérations. Cet écart s'explique également par la propension de l'actionnaire minoritaire à se laisser prendre au piège par ses propres biais cognitifs qui l'empêchent parfois d'adopter un comportement rationnel.

7ème constat : L'écart entre la théorie et la pratique s'explique également par la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouve le dirigeant, qui trouve fréquemment un intérêt personnel à organiser une recapitalisation de la dernière chance pour conserver ses avantages, notamment son emploi et/ou à éviter d'entacher son CV d'une expérience de la procédure collective pour une société dont il avait la charge. Plus généralement, l'écart s'explique par l'insuffisance des règles françaises de gouvernance d'entreprise qui n'offrent aux actionnaires minoritaires aucun outil efficace pour se protéger contre la tendance naturelle des dirigeants à faire courir à l'entreprise en difficulté un risque excessif dans ces circonstances.

8ème constat : L'écart entre la théorie et la pratique s'explique enfin par la participation fréquente de l'État français aux recapitalisations de la dernière chance et l'absence de marché transparent et compétitif pour l'acquisition du contrôle des entreprises de taille significative en difficulté. L'État a, jusqu'à présent, souvent endossé le rôle d'actionnaire en dernier ressort sans suffisamment chercher à réduire le coût de son intervention pour les finances publiques. L'intervention de l'État est ainsi de nature à encourager de manière trompeuse les actionnaires minoritaires moins bien informés à prendre des risques inconsidérés pour renforcer les fonds propres de l'entreprise.

9ème constat : La procédure collective américaine dite du « *Chapter 11* » offre au dirigeant d'entreprise en difficulté de puissants leviers pour à la fois contraindre et convaincre ses créanciers obligataires d'accepter des concessions significatives. Le *Chapter 11* évite ainsi au Trésor américain d'être contraint d'apporter son aide aux entreprises en assumant le risque maximal supporté par un actionnaire en dernier ressort.

15. – **Annonce de plan**. Pour toutes ces raisons, le législateur français doit faire évoluer notre droit et notre cadre juridique vers plus d'efficacité. Il pourra s'inspirer avec profit des initiatives récentes de la Commission européenne qui a déjà identifié le droit des entreprises en difficulté comme un élément absolument essentiel à l'assainissement de la dette des entreprises ainsi qu'au développement de l'investissement et de la croissance en Europe.

16. – Notre étude est ainsi structurée en **trois parti**es :

1°) Dans une **première partie**, nous évoquerons les déterminants de la réussite des opérations de recapitalisation qui tiennent essentiellement à l'obtention de concessions significatives de la part des créanciers,

2°) Dans une **seconde partie**, nous montrerons, en neuf étapes, le lien de causalité entre les défaillances du droit français et les effets pervers du financement des entreprises sur les marchés obligataires ainsi que des opérations de recapitalisation de la dernière chance pour les actionnaires, la croissance et les finances publiques,

3°) Dans une **troisième partie**, enfin, nous appellerons le législateur à changer définitivement d'approche et nous proposerons un certain nombre de recommandations dans trois domaines juridiques principaux (i) le droit des entreprises en difficulté, (ii) le droit boursier et (iii) le droit des sociétés, en particulier en matière de gouvernance des entreprises.

PARTIE I : ANALYSE DES DÉTÉRMINANTS DE LA RÉUSSITE DES OPÉRATIONS DE RECAPITALISATION DE LA DERNIÈRE CHANCE

A) UN NOMBRE ÉLEVÉ D'ECHECS D'AUGMENTATIONS DE CAPITAL FAUTE DE CONCESSIONS SUFFISANTES DES CRÉANCIERS

17. – **Des augmentations de capital réalisées par des sociétés en difficulté, en raison principalement des difficultés rencontrées dans leur secteur d'activité.** Sur la période observée, entre 2009 et mai 2017, on distingue assez clairement les augmentations de capital réalisées en pleine crise financière, durant les premières années, des augmentations de capital réalisées entre 2012 et 2017, durant la phase atone de croissance. En 2009, le nombre d'opérations de recapitalisation fut significativement plus important que durant les autres années, sur cette même période. 16 augmentations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription ont été réalisées en 2009, sur un total de 82 opérations entre 2009 et mai 2017. La propagation de la crise financière à l'économie réelle et la fermeture du marché bancaire ont contraint les entreprises cotées à recourir aux marchés actions afin de (i) financer leurs activités courantes, (ii) respecter leurs engagements en termes de ratios financiers et (ii) palier le risque d'un non refinancement de leur dette, arrivant prochainement à échéance. Faurecia et Club Méditerranée furent dans cette situation, comme le montre notre tableau en Annexe 1[18]. Les entreprises en difficulté, ayant réalisé des augmentations de capital au cours des quatre dernières années, faisaient face à davantage de problèmes structurels liés à la situation de leur secteur d'activité, comme dans l'industrie du papier ou le secteur de l'énergie. Ces difficultés les ont conduits plus rapidement à envisager une restructuration en profondeur de leur dette, si besoin en procédure collective.

18. – **Les augmentations de capital réalisées par des entreprises en difficulté diffèrent certainement des autres**. Les augmentations de capital organisées par des sociétés cotées, répondant aux caractéristiques suivantes, seront hors du champ de notre analyse :

> (i) Les augmentations réalisées par des sociétés en relative bonne santé aux fins de financer des acquisitions de taille significative. Par exemple, les augmentations de capital faisant suite à l'acquisition par Air Liquide d'Airgas pour 10,7 milliards d'euros[19] ou à l'acquisition par Arkema du Groupe Bostik pour 1,74 milliard d'euros[20]. Financer des acquisitions de taille significative, pour partie, via des fonds propres, plutôt que par le recours à la dette, permet à l'acquéreur de préserver sa notation, vis-à-vis des investisseurs ;
>
> (ii) Les augmentations de capital organisées par des sociétés en croissance qui n'ont jamais fait de bénéfice dans le passé sont, en conséquence, fragiles financièrement. Pour l'essentiel, ces entreprises développent des produits, notamment pharmaceutiques, dont le succès est aléatoire et relativement éloigné. L'incertitude pesant sur le débouché empêche un financement de l'activité par la dette ;
>
> (iii) Les augmentations de capital réalisées par des sociétés dans le but d'améliorer

[18] *V.* également la note d'opération de la société Faurecia, visa n° 09-109 en date du 27 avril 2009 et Club Méditerranée, visa n° 09-124 en date du 6 mai 2009.
[19] Note d'opération de la société Air Liquide, visa n°15-426 du 12 septembre 2016.
[20] Note d'opération de la société Arkema, visa n°14-602 du 18 novembre 2013.

leur notation. Ces augmentations concernent principalement les entreprises cotées de taille plus modeste, les plus grandes entreprises ayant la possibilité de recourir à l'émission de titres hybrides, moins dilutifs en capital[21]. L'émetteur espère de cette manière compenser le coût pour les actionnaires de cette augmentation de capital par une économie résultant de taux d'intérêt applicables à la dette moindre. La distinction entre ce type d'opérations et les augmentations de capital de sociétés en difficulté retenues dans notre étude n'est pas toujours aisée.

19. – **Un transfert de richesse au profit des actionnaires qui participent à l'augmentation de capital et au détriment des actionnaires qui n'y participent pas.** L'annonce par une société cotée d'une opération de recapitalisation entraîne, selon une étude britannique réalisée sur un échantillon d'environ deux mille entreprises cotées situées au Royaume-Uni, une baisse en moyenne de plus de 10% de son cours de bourse[22]. La baisse du cours de bourse traduit l'existence d'un transfert de richesse important des actionnaires historiques de l'entreprise au profit des actionnaires qui souscrivent à l'augmentation de capital[23]. Ce transfert est d'autant plus important que l'entreprise connaît des difficultés. Le prix de souscription à une augmentation de capital de la dernière chance est quasiment toujours significativement inférieur au cours de bourse. Notre étude empirique montre que le prix de souscription peut être jusqu'à 72% inférieur au cours de bourse facial de l'action (CGG établissant un record en 2016), avant l'annonce de l'opération, alors même que l'opération peut être extrêmement dilutive pour les actionnaires existants, allant jusqu'à 75% (CGG établissant un nouveau record en 2016)[24]. Sauf à ce que l'augmentation de capital de la dernière chance soit garantie par le soutien de l'opération par un actionnaire majoritaire, plus les difficultés financières de l'entreprise sont importantes, plus la décote appliquée aux actions nouvellement émises est importante, et plus l'entreprise est susceptible d'émettre des actions en grande quantité au regard du nombre d'actions existant au moment de l'annonce de l'opération.

20. – **Un risque de transfert de richesse au profit des créanciers en l'absence de concession suffisante**. Lorsque l'émission est réalisée par une société en difficulté, il existe également un risque élevé que l'augmentation de capital opère un transfert de richesse entre, d'une part, les actionnaires qui y souscrivent et, d'autre part, les créanciers qui, grâce à cet apport en fonds propres, voient le risque de défaut s'éloigner[25]. Ce risque n'empêche pas les entreprises en difficulté de réaliser des augmentations de capital de la dernière chance. Au contraire, plus une entreprise est en difficulté, plus la probabilité qu'elle ait recours à des augmentations de capital est grande[26]. Comme évoqué précédemment, ce phénomène s'observe aussi bien aux États-Unis qu'en Europe de l'Ouest, il est toutefois plus prégnant Europe[27]. En France, selon notre échantillon, sur les 213 recapitalisations ayant donné lieu à l'admission d'actions sur le marché réglementé, 101 ont eu lieu en raison des difficultés financières de la société. Pourtant, à moins que les créanciers fassent des concessions significatives à l'entreprise, les actionnaires devraient renoncer à participer à de telles

[21] *Cf. infra* § 65.
[22] J. Franks, S. Sanzhar, « *Evidence on debt overhang from distressed equity issues*, », *op. cit.*
[23] *Ibid*.
[24] V. Annexe 1
[25] S. Myers, « *The Determinants of Corporate Borrowing* », 1977, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
[26] J. Franks, S. Sanzhar, « *Evidence on debt overhang from distressed equity issues* », *op. cit.* E. Fama, K. French, « *Financing Decisions: Who Issues Stock?* », 2004, CRSP Working Paper No. 549, disponible sur SSRN : https://ssrn.com/abstract=429640 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.429640.
[27] J. Franks, S. Sanzhar, « *Evidence on debt overhang from distressed equity issues*, », *op. cit.*

augmentations de capital qui opèrent un transfert de richesse au profit des créanciers.

21. – **Des études empiriques qui confirment un nombre relativement faible de concessions significatives de la part des créanciers**. Dans l'étude britannique précitée[28], deux tiers des augmentations de capital correspondent à des augmentations de capital que l'on pourrait qualifier, d'augmentation de capital de la dernière chance, sans concession significative de la part des créanciers. En Allemagne, une étude empirique réalisée sur 54 sociétés a relevé des concessions significatives dans 26% des cas seulement[29]. Dans notre échantillon, plus réduit, mais plus récent, sur les 82 opérations ayant donné lieu à l'émission d'actions avec maintien du droit préférentiel de souscription, en raison de difficultés d'entreprises, toutes tailles confondues, 27% ont donné lieu à des concessions significatives.

22. – **La difficulté de comparer les résultats des études empiriques entre elles**. Comparer les résultats n'est pas évident, car les études empiriques réalisées au Royaume-Uni et en Allemagne ont été effectuées il y a plus de dix ans, c'est-à-dire avant l'éclatement de la crise financière et le début de la période de stagnation de la croissance en Europe. C'était une époque où la confiance en l'avenir justifiait le peu de concessions réalisées par les créanciers. Depuis, comme nous le verrons par la suite, le niveau de dette des entreprises s'est considérablement accru et les enjeux macro-économiques n'ont jamais autant requis une réduction du niveau d'endettement des entreprises. Nous aurions dû, pour ces raisons, relever davantage de concessions significatives dans notre étude empirique, réalisée à partir de la collecte de données sur des opérations sur le capital d'entreprises françaises plus récentes.

23. – **Un pari risqué des actionnaires au regard du nombre élevé d'échecs des augmentations de capital de la dernière chance.** Certaines entreprises ont parfaitement su rebondir, postérieurement à l'organisation d'une augmentation de capital de la dernière chance. Dernièrement, la recapitalisation du groupe Vallourec a été un véritable succès et a permis au groupe de surmonter la crise du pétrole qui affectait fortement la situation financière des clients du groupe. Les actionnaires de Vallourec, qui ont participé à l'augmentation de capital en mars 2016, réalisent à ce jour une plus-value latente supérieure à 160%. Les réussites significatives sont cependant plus rares que les échecs retentissants[30]. La société Solocal Group a réalisé également une augmentation de capital de la dernière chance en 2014[31], dans le seul but de rembourser le passif existant. Moins de deux ans plus tard, ses difficultés nécessitèrent l'ouverture d'un mandat *ad hoc* en juin 2016, qui a donna lieu, en mars 2017, à une restructuration en profondeur du bilan de la société et à une dilution très importante des droits des actionnaires. L'échec de la recapitalisation de CGG, réalisée en janvier 2016, est un autre exemple retentissant. Dès novembre 2016, la société annonçait devoir envisager de convertir massivement ses obligations en actions[32]. L'échec d'une augmentation de capital de la dernière chance permet rarement à la société concernée de rebondir par la suite. De toutes les augmentations de la dernière chance qui ont échoué au moins une fois, seule la société Soitec dans notre échantillon a connu par la suite un rebond très significatif et brutal après une quatrième opération de recapitalisation[33].

---

[28] J. Franks, S. Sanzhar, « *Evidence on debt overhang from distressed equity issues* », *op. cit.*
[29] R. Keifer, R., « *Essays in corporate finance* », London Business School PhD Thesis, University of London.
[30] Note d'opération de la société Vallourec, visa n°16-126 du 7 avril 2016.
[31] *V.* Annexe 1 et Capital, « *Solocal Group ne respectera probablement pas ses covenants bancaires en juin et septembre* », 23 juin 2016. On notera qu'un an auparavant seulement, la société avait également proposé à ses propres employés de souscrire à l'augmentation de capital.
[32] BFM Business, « *CGG se prépare à une restructuration de sa dette* », 10 novembre 2016.
[33] Le Revenu, « *Soitec poursuit son rebond spectaculaire* », 9 décembre 2016.

B) UN CADRE JURIDIQUE QUI LAISSSE LIBRES LES ACTIONNAIRES DE PARTICIPER AUX AUGMENTATIONS DE CAPITAL DE LA DERNIÈRE CHANCE

24. – **L'absence de contraintes juridiques à la charge des actionnaires participant à des recapitalisations.** Certains justifient la réalisation d'augmentations de capital de la dernière chance au nom de l'ordre de priorité d'absorption des pertes existant entre actionnaires et créanciers[34] et d'un prétendu devoir des actionnaires de renforcer les fonds propres de la société. Or, ce devoir mis à la charge des actionnaires n'a aucune traduction juridique. En effet :

> 1°) d'une part, la contribution aux pertes de la société, prévue dans la loi[35], s'entend comme le fait, au moment de liquidation de la société, d'être payé subsidiairement, après l'apurement du passif,
>
> 2°) d'autre part, l'obligation de reconstituer les fonds propres en cas de pertes supérieures à la moitié du capital[36] ne signifie pas que les actionnaires doivent remédier aux difficultés financières de la société en toutes circonstances. La loi leur permet de dissoudre la société à la place. La formation et le développement d'un véritable marché pour le contrôle des entreprises de taille significative invitent, toutefois, à une lecture plus moderne des textes. L'alternative au refus des actionnaires de recapitaliser la société est, désormais, non pas la dissolution de la société, mais a) soit la dilution forcée des droits des actionnaires, soit b) la cession de l'ensemble des actifs à un tiers ou ses propres créanciers[37]. Toute autre interprétation du devoir des actionnaires reviendrait à remettre en cause le principe de la responsabilité limitée des actionnaires dans les sociétés de capitaux, principe essentiel à l'économie[38]. Les exceptions légales à ce principe sont limitatives, comme en cas d'immixtion directe de l'actionnaire dans les affaires de l'entreprise, à l'origine des difficultés.

---

[34] En dépit de l'engagement contractuel pris par l'entreprise de rembourser ses créanciers et dont la violation peut être sanctionnée par l'ouverture d'une procédure collective, les créanciers assument, par définition, un risque financier tout comme les actionnaires. Les créanciers sont, cependant, supposés absorber les pertes après les actionnaires. L'ordre d'absorption des pertes en défaveur des actionnaires est la contrepartie du droit illimité de ces derniers à percevoir les fruits de l'entreprise. L'intérêt économique des créanciers dans l'entreprise est, à l'inverse, plafonné en son principe, c'est l'essence même du statut de détenteur d'un titre de créance.

[35] C. civ., art. 1832.

[36] C. com., L.225-248 pour les SAS, SASU et SA, L.223-42 pour les SARL et EURL.

[37] Dès lors qu'il existe pour une entreprise en difficulté un marché pour son contrôle, le sort de ses actionnaires doit être dissocié du sien. La société doit ainsi poursuivre son activité si son activité est viable en dépit de l'insuffisance du soutien de ses actionnaires. Le développement ces dernières années du marché pour le contrôle des entreprises en difficulté, en particulier grâce au développement de la finance, doit conduire à opérer une *summa divisio* en ce qui concerne le traitement des difficultés d'entreprise, entre d'une part, les petites entreprises pour lesquelles il n'y a pas de marché et pour lesquelles la liquidation est souvent la seule option envisageable et, d'autre part, les grandes entreprises pour lesquelles un tel marché existe. Ce dernier peut prendre la forme soit d'une prise de contrôle par la dette, soit de l'acquisition de l'ensemble des actifs de l'entreprise, libérée de son passif, par un tiers, ou le plus souvent, par des créanciers, en échange de la renonciation à une partie au moins de leurs créances.

[38] Exiger systématiquement des actionnaires qu'ils réinvestissent dans la société pour apurer ses pertes aurait des effets extrêmement néfastes pour notre économie. Les sociétés se verraient fermer l'accès des entreprises aux capitaux extérieurs, condition pourtant essentielle à la croissance des entreprises. Les actionnaires peuvent bien évidemment souvent se voir reprocher un défaut de surveillance de ses dirigeants. Ce défaut de surveillance ne peut toutefois justifier à lui seul une obligation à la charge des actionnaires de renflouer l'entreprise. *V.* Note de bas de page *38.*

25. – **Le défaut de surveillance est insuffisant pour justifier la participation d'un actionnaire, même majoritaire, à une augmentation de capital ruineuse.** Hormis les cas dans lesquels les difficultés financières de la société sont directement imputables à l'actionnaire, responsable d'une immixtion directe dans la gestion des affaires, celui-ci ne devrait pas être contraint à recapitaliser l'entreprise. Le motif du défaut de surveillance est insuffisant. Cette exonération de responsabilité est la déclinaison du principe de responsabilité limitée des actionnaires qui est indispensable à l'investissement et au développement économique de l'entreprise[39]. En outre, dans un contexte macro-économique difficile, le soutien d'un actionnaire majoritaire à une augmentation de capital ruineuse n'est pas la solution au redressement pérenne de l'entreprise (sauf si l'actionnaire majoritaire est en même temps le créance principal de la société défaillante). Il est souvent préférable, dans ces circonstances, de pouvoir céder leurs entreprises dans des conditions permettant un véritable désendettement.

26. – **Le versement indu de dividendes est une des rares exceptions justifiant la participation d'un actionnaire majoritaire à une augmentation de capital ruineuse**. Le soutien d'un actionnaire majoritaire à une augmentation de capital ruineuse peut s'expliquer par le souci de préserver sa réputation. Sans pour autant y être tenu légalement, un actionnaire majoritaire peut souhaiter participer à une recapitalisation de la dernière chance malgré la situation d'insolvabilité de l'entreprise et ainsi accepter de participer à un transfert de richesse au profit des créanciers. Prenons l'exemple d'un fonds de *private equity* qui a acquis une société cible dans le cadre d'une opération dite de LBO (*leveraged buy-out*) presque exclusivement grâce à des emprunts. Au moment de l'acquisition, le fonds de *private equity* a pu surestimer la capacité de la cible à générer dans le futur des profits, ou ne pas avoir su anticiper des bouleversements opérationnels importants, remettant significativement en cause le plan d'affaires de sa cible. Outre l'erreur initiale dans le choix de la cible, le fonds de *private equity* peut également commettre l'erreur d'exiger le remboursement par anticipation du montant de son investissement en fonds propres, en obtenant de se faire verser des dividendes exceptionnels. Le fonds profite alors de la trésorerie de cette dernière au moment de son acquisition, mais fragilise d'autant la situation financière de la société cible. Dans ces circonstances, la pression des créanciers est forte sur le fonds de *private equity*. Pour préserver sa réputation, ce dernier peut accepter de souscrire à une augmentation de capital au niveau de sa société cible, dans le seul but de réduire la perte des créanciers. L'affaire Solocal Group est une illustration topique d'un cas de participation des sponsors de l'opération de LBO à une opération de recapitalisation dans le

[39] En principe, chaque société répond uniquement de ses dettes propres : une société mère ne répond pas des dettes de sa filiale, pas plus qu'une filiale ne peut être tenue responsable des dettes de sa société mère. La jurisprudence tend à remettre en cause fréquemment ce principe afin de réduire les conséquences d'une fermeture d'entreprise pour ses salariés. Dernièrement dans l'affaire Metaleurop, la cour d'appel de Douai a condamné la société mère Recyclex à indemniser les ex-salariés de sa filiale en liquidation Metaleurop Nord. Le *ratio legis* reposait sur le fait que la société mère avait pris des « décisions dommageables » pour sa filiale « qui ont aggravé sa situation économique ». Les arguments de la Cour d'appel sont contestables car la faute dommageable ne saurait remettre en cause le principe de la responsabilité limitée des actionnaires. Il devrait être nécessaire de démontrer la fraude (CA Douai, Chambre sociale, 31 janvier 2017, n° 13/03983 ; La Voix du Nord, « *Recyclex condamnée en appel à indemniser 189 ex-salariés licenciés de Metaleurop* », 31 janvier 2017). Sans respect du principe de la responsabilité limitée des actionnaires, les investisseurs renoncent à des décisions d'investissement au prétexte qu'elles sont trop risquées. Une manière également de « punir » l'actionnaire majoritaire est de modifier le cadre juridique afin de pouvoir appréhender certaines distributions de dividende indues. Les règles du capital social sont aujourd'hui obsolètes en la matière, et le champ d'application de la nullité des périodes suspectes doit être amélioré. *Cf.* S. Vermeille, « *L'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance* », 2012, RTDF n°2.

seul but de rembourser le passif existant. Après l'opérations, les fonds *sponsors* ont cédé au fur et à mesure leurs participations sur le marché.

C) UN CONTEXTE ECONOMIQUE QUI ACCROIT LE RISQUE D'AUGMENTATIONS DE CAPITAL DE LA DERNIERE CHANCE RUINEUSES ET NÉCESSITE PLUTÔT DES RESTRUCTURATIONS EN PROFONDEUR DU BILAN

27. – **Un faible nombre d'opérations de restructurations en profondeur du bilan des entreprises jusqu'à présent**. Peu d'opérations de recapitalisation ont toutefois donné lieu à des concessions significatives de la part des créanciers, entre 2009 et 2017. En effet, parmi les 30 restructurations de notre échantillon, nous pouvons exclure seulement 5 opérations (étant précisé toutefois que pour l'une d'entre elle Eurodisney, sa société mère était en même temps son principal créancier[40]). Lorsqu'elles ont réussi, ces opérations ont toutes conduit à diluer les droits des actionnaires, de telle sorte que ces derniers détiennent moins de 14% du capital, postérieurement à la recapitalisation (voire même moins, après conversion des différents instruments financiers donnant accès au capital à terme). Ces opérations ont donc donné lieu à des changements de contrôle, sauf lorsque les créances converties en actions étaient détenues par l'actionnaire majoritaire, comme dans le cas de la restructuration d'Eurodisney[41]. Dans plus d'un tiers des cas, ces opérations ont été précédées d'une augmentation de capital de la dernière chance, les sociétés espérant ainsi éviter un changement de contrôle et une dilution massive des droits des actionnaires.

28. – **Des opérations de restructurations en profondeur du bilan qui facilitent le rebond de l'entreprise**. Lorsque les créanciers convertissent massivement leurs créances en actions, le risque de transferts de richesse des actionnaires participant à la recapitalisation au profit des créanciers, est limité. Les actionnaires existants sont invités à participer à la recapitalisation d'une entreprise qui a été préalablement considérablement désendettée. Ce fut le cas, par exemple, lors de l'émission d'actions nouvelles avec maintien du droit préférentiel de souscription, réalisée par la société Latécoère en 2015[42]. On constate que ce type d'opérations conduit à un échec (caractérisé par une seconde opération en moins de quatre ans) dans seulement un cas sur cinq (étant précisé toutefois que certaines opérations, comme Solocal en 2016, sont encore trop récentes pour appréhender leur devenir). Sur les cinq opérations étudiées et figurant en Annexe, quatre opérations ont réussi et conduit à une performance boursière comprise entre deux et cinq fois celle du CAC 40, sur une même période. La cinquième Technicolor a dû faire l'objet à nouveau d'une augmentation de capital en 2012, pour des raisons que nous évoquons par la suite[43].

29. – **Des conditions macro-économiques rendant de plus en plus nécessaires les restructurations en profondeur du bilan des entreprises.** Depuis la grande crise financière de 2008, la nécessité de pouvoir réduire de manière plus importante la dette des entreprises viables est devenue un impératif majeur. En comparaison, dans les années quatre-vingt, la dette des entreprises en difficultés qui méritaient d'échapper à la liquidation était le plus souvent seulement rééchelonnée. Le rééchelonnement était suffisant dans la mesure où la concurrence entre entreprises n'était pas aussi forte qu'aujourd'hui. De plus, l'économie connaissait des cycles courts. Ainsi, après une courte période de récession, la croissance

[40] *V.* Annexe 1.
[41] Note d'opération de la société Euro Disney S.C.A, visa n°15-021 du 14 janvier 2015.
[42] Note d'opération de la société Latécoère, visas n°15-452 du 19 août 2015 et n°15-301 du 23 juin 2015.
[43] *Cf. infra* p 36 pour une description détaillée de l'affaire Technicolor.

reprenait rapidement le dessus et, même fortement endettées, les entreprises pouvaient faire face à leurs échéances dès que les choses s'amélioraient. C'est dans ce contexte que la loi de 1985[44] fut introduite. Elle prévoyait de manière singulière la possibilité pour le tribunal d'imposer à tous les créanciers (y compris les créanciers titulaires de sûretés) l'adoption d'un plan de redressement. Elle n'envisageait cependant pas la possibilité de forcer la réduction de la dette par une dilution forcée des droits des actionnaires. Cette période est révolue. Désormais, bon nombre d'entreprises n'ont plus d'autre choix que de restructurer en profondeur leur bilan en réduisant le montant de leur dette comme le montre notre étude empirique. Parmi les augmentations de capital d'un montant supérieur à 50 millions d'euros, celles qui se sont accompagnées de restructurations en profondeur du bilan ont eu lieu pour la plupart après 2014. La nécessité pour les entreprises de restructurer davantage leurs dettes résulte d'une conjonction de circonstances :

1°) **une optimisation de la structure financière des entreprises de plus en plus importante, conduisant à privilégier le financement par la dette, plutôt que par des fonds propres** : le niveau de la bulle du crédit avant la crise de 2008 ; la phase d'expansion du crédit précédant la crise de 2008 a été d'une ampleur historique, jamais auparavant les entreprises n'avaient autant pu recourir à l'endettement pour se financer ; l'innovation financière des trente dernières années a bouleversé la pratique et a accru la capacité d'endettement des entreprises, incitées fiscalement en ce sens ; les montants de dette à restructurer dans le bilan d'entreprises, pourtant à l'activité viable, n'ont jamais été aussi importants,

2°) **un monde sans croissance, ne permettant pas le remboursement des dettes même si leur paiement est différé** : la longue période de récession/stagnation en Europe postérieurement à l'éclatement de la crise ; la France a connu, comme le reste de l'Europe, une phase importante de récession immédiatement après le déclenchement de la crise (avec une diminution du PIB en 2009 de 3%) ; elle a connu ensuite une très légère reprise et, depuis plus de cinq ans, une phase inhabituelle de stagnation très longue ; le monde anglophone a baptisé pour cette raison cette période depuis 2008 la Grande Récession (*Great Recession*),

3°) **plusieurs grands bouleversements économiques à l'échelle mondiale** :

a) **la mondialisation des échanges et l'accroissement de la concurrence dans le secteur des biens et des services** ont accru la pression sur les entreprises, en particulier celles situées dans des secteurs d'activité capitalistiques, comme le secteur des télécoms,

b°) **la transition énergétique** avec notamment l'arrivée du gage de schiste et la chute durable du prix du baril est également source de grands changements dans le secteur pétrolier et para pétrolier,

c) **la révolution numérique qui, après une première incursion dans le secteur du commerce de biens, vient bouleverser peu à peu tous les secteurs d'activités de l'économie** : dans ces conditions, i) les modèles d'affaires des entreprises, même de taille significative, sont remis en cause, ii) les entreprises peuvent difficilement conserver durablement une structure

[44] Loi n°85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises.

de bilan déséquilibrée, au risque de devoir renoncer aux efforts d'investissement indispensables au maintien de leur survie et ii) la valeur des actifs matériels des entreprises continue sa chute, étant précisé que le basculement dans l'économie immatérielle accélère les destructions de valeur dès les premières difficultés.

30. – **Des sociétés cotées de taille significative dont le sauvetage est particulièrement dépendant de la capacité des créanciers à faire des concessions significatives**. Cette situation s'explique pour les raisons suivantes :

1°) le redressement des entreprises de taille significative est davantage susceptible que les entreprises de taille relative, de générer un surplus de valeur, par rapport un scénario de liquidation[45]. Il est alors indispensable, pour ces entreprises viables, mais parfois insolvables, d'obtenir des concessions significatives de la part de leurs créanciers pour survivre. Elles doivent pouvoir éviter d'avoir recours à des augmentations de capital de la dernière chance qui ne font que retarder les décisions difficiles et préférer une restructuration plus en profondeur leur bilan ; pour les entreprises de taille plus relative, le règlement des difficultés passe, le plus souvent, par une cession des actifs de l'entreprise ;

2°) les sociétés de taille significative sont davantage susceptibles d'optimiser leur structure financière afin de réduire le coût du capital : elles ont de plus en plus tendance à recourir à des instruments financiers complexes qui confèrent à leurs investisseurs, à la recherche d'un profil risque / rendement varié, des droits différents ; cette situation accroît le risque de conflits d'intérêts entre les différentes catégories d'investisseurs en cas de difficultés financières, rendant plus difficile l'obtention de concessions significatives ;

3°) **les sociétés de taille significative sont davantage susceptibles de faire appel aux marchés financiers pour se financer, soit à la bourse de Paris, soit à la bourse de Luxembourg, afin de réduire leur coût du capital** ; compte tenu de l'évolution de la réglementation bancaire et des marchés financiers, le financement par la dette bancaire de grandes entreprises privées se fait de plus en plus rare. Auparavant, des montants très importants pouvaient se financer uniquement grâce à la dette, comme Eurotunnel au moment de la construction du tunnel sous la Manche[46] ou Alstom en 2004[47]. Ces situations aujourd'hui n'existent plus. Pratiquement toutes les entreprises côtés de taille significative ont recours à l'emprunt obligataire. Certaines font même appel au marché *high yield*. cette situation conduit à une forte dispersion de la dette entre un grand nombre de mains, il faut alors réussir à coordonner tous les créanciers au moment des négociations.

31. – **Des sociétés cotées, pour qui les augmentations de capital de la dernière chance seront de moins en moins suffisantes pour assurer un avenir pérenne à l'entreprise.** Pour toutes ces raisons, les actionnaires de sociétés cotées devraient être moins enclins à participer à des augmentations de capital de la dernière chance, compte tenu du risque accru de transfert de richesse au profit des créanciers. Les dirigeants devront se convaincre plus rapidement de la nécessité de restructurer en profondeur leurs dettes.

---

[45] *Cf. infra* § 66.
[46] *Cf. infra* pour une description détaillée de l'affaire Eurotunnel p. 77.
[47] *Cf. infra* pour une description détaillée de l'affaire Alstom p. 98.

D) L'ABSENCE D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE D'OBLIGATIONS EN ACTIONS OU L'IMPOSSIBLE RESTRUCTURATION EN PROFONDEUR DE LA DETTE OBLIGATAIRE

32. – **Plusieurs méthodes pour réduire la dette des grandes entreprises** : Outre le recours à une augmentation de capital afin de rembourser la dette, la diminution du niveau d'endettement des grandes entreprises peut résulter :

1°) **d'une cession d'actifs non stratégiques sous réserve que le produit de cession soit utilisé afin de rembourser la dette** ; cette solution présente un inconvénient non négligeable pour les sociétés cotées, puisqu'informés des difficultés rencontrées par les sociétés en raison des règles de transparence et de communications financières qui s'imposent à ces sociétés, les acquéreurs potentiels sont en position de force pour négocier un prix au rabais[48] ; plus le calendrier de la restructuration est court, plus le risque de destruction de valeur est important,

2°) **d'une annulation partielle de la dette ;** l'abandon de créances peut parfois être sans concession, les créanciers exigent souvent une contrepartie. Un abandon de créances sans contrepartie revient à ménager les actionnaires dont la présence au capital dans les sociétés de taille significative n'est pas indispensable au redressement de l'entreprise[49]. Cette contrepartie peut être financière et prendre la forme, par exemple, d'une hausse du taux d'intérêt ou du versement d'un « *consent fee* », c'est-à-dire d'une rémunération en numéraire, payable immédiatement dans le cadre de la restructuration. Le plus souvent, ce type de rémunération est insuffisant. La contrepartie prend également la forme (i) d'un titre créance, dont la valeur nominale est inférieure à celle de l'instrument remis en échange ; ce nouveau titre de dette peut bénéficier par contre d'un meilleur rang de priorité que les créances précédentes[50], et/ou (ii) de la remise d'actions, c'est-à-dire d'un droit économique sur les bénéfices futurs de la société[51].

---

[48] E. Eckbo, K. Thorburn, « *Economic Effects of Auction Bankruptcy* », 2009, Tuck School of Business Working Paper No. 2009-63, disponible sur SSRN: https://ssrn.com/abstract=1387347 ; D. Faulkner, S. Teerikangas, R. Joseph. (eds), « *Acquiring Distressed and Bankrupt Concerns* », 2012, *The Handbook of Mergers and Acquisitions*, Oxford University Press, disponible sur SSRN : https://ssrn.com/abstract =2128535.

[49] À l'inverse, l'abandon de créances sans contrepartie peut se justifier dans les entreprises de taille plus réduite, pour lesquelles, il n'existe pas de marché pour leur contrôle. Un tel abandon permet d'encourager le dirigeant, souvent également le fondateur, à rester dans l'entreprise et ce, afin d'aligner l'intérêt de ce dernier à celui des créanciers intéressés au redressement de l'entreprise, dès lors qu'ils mesurent que la valeur en redressement de l'entreprise (« on *going concern value* ») est supérieure à la valeur liquidative. L'abandon de créances est toutefois rare en pratique car, pour des raisons psychologiques, les banques peinent à faire ce type de concessions au profit du dirigeant d'entreprise qu'ils considèrent comme responsable des difficultés d'entreprise et donc de la remise en cause des droits des créanciers. Au cours de la restructuration de Sequana en 2014, l'abandon de créances a été obtenu de force grâce à l'intervention 'du Comité interministériel des restructurations industrielles (CIRI). *V.* Note d'opération de la société Sequana, visa n°14-335 du 27 juin 2014.

[50] Si ce type d'opérations est courant aux États-Unis (V. M. Whitman, F. Diz, « *Distressed Investing : Principles and Technique* », 2009, Édition Wiley, paragraphe 210), on n'en observe pas de telle en France. Le non-respect par le droit des entreprises du rang de priorité réduit l'intérêt de ce type de refinancement, dès lors que l'émetteur a ses actifs situés en France.

[51] Lorsque l'entreprise cherche uniquement à repousser la date de maturité de sa dette, elle peut procéder au refinancement de sa dette obligataire, au moyen d'un rachat de ses obligations sur le marché secondaire (sous condition que ses covenants l'y autorisent). L'intérêt de l'entreprise est évident si : a) le prix fait ressortir une décote par rapport au montant nominal de la créance et b) cette décote est exagérée au regard de l'état réel des

33. – **Réduire la dette : le choix entre une restructuration amiable ou une restructuration coercitive dans le cadre d'une procédure collective**. Si l'annulation de la dette en contrepartie de l'émission d'actions nouvelles n'a jamais été autant nécessaire qu'à notre époque, cette opération reste toutefois difficile à mettre en œuvre pour les entreprises de taille significative ayant un bilan complexe. Dans ces entreprises, la dette est en effet souvent détenue par un grand nombre de créanciers dispersés sur les marchés financiers avec des profils très différents. Les entreprises ont alors deux manières de restructurer leur dette :

> 1°) à l'amiable, en amont d'une procédure collective avec le consentement de chacun des créanciers ayant pris part aux discussions, que ce soit dans un cadre purement contractuel, le cas échéant avec l'aide d'un mandataire *ad hoc*, désigné par le tribunal à la demande de l'entreprise, ou dans le cadre de la procédure de conciliation, se concluant, le cas échéant, par une homologation du plan par le tribunal de commerce ;
>
> 2°) de manière coercitive pour les créanciers, dans le cadre d'une procédure collective (procédure de sauvegarde ou procédure de redressement judiciaire) ; cette solution peut présenter un certain nombre d'inconvénients compte tenu de l'impact vis-à-vis des fournisseurs, des clients ou des salariés.

34. – **Complexité du cadre juridique français compte tenu de l'apparition de procédures « hybrides », à mi-chemin entre une procédure amiable et une procédure collective**. Avec le temps, cette *summa divisio* (amiable / procédure collective) est devenue très confuse en France. Le législateur a cru pouvoir faciliter le traitement rapide des difficultés d'entreprises en instaurant des procédures « hybrides » (procédure de sauvegarde financière accélérée, procédure de sauvegarde accélérée) qui peuvent conduire à contraindre les créanciers à accepter un plan, sans avoir tous les attributs d'une véritable procédure collective. Tous les créanciers de l'entreprise ne sont en effet pas concernés par ce type de procédures. Même s'il est un peu trop tôt pour tirer des conclusions sur leur efficacité, les premiers résultats sont très mitigés, en témoigne la restructuration de Solocal Group en 2014. Elle a donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde financière accélérée, suivie d'une restructuration de dette en 2016, cette fois-ci plus en profondeur du bilan. Cette seconde restructuration a ensuite entraîné une dilution massive des actionnaires en 2016[52]. Pour les besoins de simplification de la présentation, nous traiterons ces procédures « hybrides », comme des procédures collectives dans cette étude.

35. – **La restructuration en profondeur d'une dette obligataire en dehors d'une procédure collective requiert l'unanimité des porteurs**. En dehors de la procédure collective, l'accord de chacun des porteurs est nécessaire afin de procéder à l'annulation du principal de la dette obligataire, tout comme à la conversion des titres en actions. À cet égard, le droit français, issu du décret-loi de 1935 adopté postérieurement à la crise financière des années trente, prévoit qu'un certain nombre de décisions modifiant le contrat d'émission obligataire peuvent être prises à la majorité qualifiée des deux tiers (en valeur) des porteurs,

---

difficultés du débiteur, dans la mesure où ce dernier peut parallèlement se faire refinancer sa dette par des tiers à un prix moindre. Ce type de rachat n'est possible en pratique que si les difficultés de l'entreprise ne sont pas trop sérieuses. Alternativement et plus rarement, l'entreprise peut solliciter les créanciers auprès de qui elle s'est endettée et leur proposer des instruments de dette en échange, ayant une maturité et un taux différent. Ce type de restructuration peut toutefois ne s'avérer ne pas être suffisant.

[52] *Cf. infra* p. 39, pour une description détaillée de l'affaire Solocal

réunis au sein d'une masse, disposant de la personnalité morale[53]. Les obligataires réunis au sein de la masse peuvent ainsi délibérer sur toute proposition relative à l'abandon total ou partiel des garanties conférées aux obligataires, au report de l'échéance du paiement des intérêts et à la modification des modalités d'amortissement ou du taux des intérêts[54]. La renonciation au remboursement du principal du titre obligataire ne fait pas partie des prérogatives de la masse des obligataires, tout comme la conversion ou l'échange d'obligations en actions. La règle de l'unanimité semble donc bien prévaloir dans ces conditions. La jurisprudence n'a jamais eu à confirmer ce point. Cette affirmation doit être nuancée au regard du contexte dans lequel la loi a été introduite. L'objectif du décret-loi de 1935 était à l'époque de contraindre les porteurs de titres à se réunir au sein d'une masse, non pas dans l'intérêt de l'émetteur en vue d'assouplir les conditions dans lesquelles l'emprunt obligataire pouvait être modifié, mais dans l'intérêt même des porteurs[55]. L'objectif était de protéger le consentement des souscripteurs particuliers, alors très majoritaire, afin qu'ils ne soient pas indûment sollicités un à un par la société en vue d'être contraints, sous la pression, à accepter de renoncer à certains de leurs droits d'obligataire acquis. Il a été ainsi jugé préférable que la loi impose aux émetteurs de réunir leurs porteurs, tous ensemble au sein d'une masse disposant de la personnalité morale, avant de soumettre à leur consentement une quelconque modification du contrat. Le législateur n'avait pas cru bon à l'époque de statuer spécifiquement sur la question des abandons du principal des titres obligataires et de leur éventuelle conversion en actions. On n'imaginait pas à l'époque que les sociétés solliciteraient leurs porteurs à cette fin. Depuis le contexte a beaucoup changé, les porteurs de titres obligataires sont très majoritairement des investisseurs institutionnels qui n'ont pas besoin d'être protégés par la loi mais le décret-loi n'a pas, jusqu'à très récemment, fait l'objet de modifications. En attendant cette réforme à présent imminente et détaillée par la suite[56], la loi française interdit les aménagements contractuels aux règles de la masse pour les emprunts réalisés en France. Même si la loi ne traite pas expressément des abandons du principal de la dette et des conversions en action, l'insertion dans les contrats d'émission obligataire de ce qu'il est courant d'appeler sur le marché de la dette souveraine, des « clauses collectives »[57], paraît prohibée en la matière.

36. – **Une règle de l'unanimité confirmée par la pratique à l'international.** À la même époque, dans les années trente, les Américains faisaient un tout autre choix que le législateur français. Afin de protéger leurs investisseurs échaudés par la crise financière et les nombreuses fraudes, les autorités américaines légiférèrent afin de garantir, au contraire du législateur français, que les principaux termes et conditions du contrat ne seraient pas modifiés sans l'accord de chacun d'entre eux[58]. Les règles de droit français ne valent cependant que pour les emprunts émis en France. Les entreprises françaises sont, toutefois, libres d'émettre des obligations en droit étranger lorsque l'emprunt s'adresse à des investisseurs hors de France. La règle de l'unanimité s'applique cependant en pratique

[53] Le décret-loi du 30 octobre 1935 a été ensuite repris *in extenso* par la loi du 24 juillet 1966. Les règles relatives à la masse des obligataires figurent à présent à l'article L.228-46 du Code de commerce.

[54] V. C.com., art. L. 228-65. On comprend néanmoins que si le contrat d'émission des obligations prévoit un report de maturité sur plusieurs décennies et une réduction du taux d'intérêt à 0,1 % de la valeur nominale des titres lors de la restructuration de Bull, la modification du contrat d'émission équivaut en réalité à un abandon de créances, contestable juridiquement. *Cf. infra* p. 29, pour une description détaillée de l'affaire Bull.

[55] G. Endreo, « *La masse contractuelle des obligataires : état des lieux et pistes de réforme* », 2014, Bulletin Joly Bourse, 31 décembre 2014 n° 12, p. 609.

[56] *Cf. infra* §75.

[57] Ces clauses prévoient la possibilité de modifier les termes du contrat d'émission de dette obligataire à une majorité qualifiée.

[58] *Cf. infra* § 148.

presque toujours, les parties renonçant à utiliser la possibilité de procéder à des aménagements contractuels dans la mesure où il est d'usage à l'international d'obtenir l'accord de chacun des obligataires[59].

37. – **L'accélération du terme des titres obligataires, lorsque le soutien à l'unanimité des porteurs au plan de restructuration en faveur de la recapitalisation est obtenu en amont de l'assemblée des obligataires.** Lorsque les obligations sont détenues par un faible nombre de porteurs, identifiés par l'émetteur, ce dernier peut aller chercher leur soutien, un à un, en faveur d'un plan prévoyant une restructuration en profondeur de sa dette obligataire. Ce scénario est possible lorsqu'une entreprise ambitionne, par exemple, de restructurer sa dette, dite « mezzanine », détenue par un faible nombre d'investisseurs, à la suite d'un placement privé. L'émetteur propose à l'assemblée des porteurs, après avoir sécurisé en amont l'accord de chacun d'entre eux, de procéder au remboursement anticipé des obligations. Parallèlement, les porteurs se sont engagés à utiliser le produit du remboursement en vue de souscrire à l'augmentation de capital organisée parallèlement[60]. Ce scénario est bien entendu inenvisageable, si les titres de dette sont dispersés sur les marchés financiers et s'échangent dans de forts volumes sur le marché secondaire. L'émetteur ne peut aller chercher leur soutien, à un à un, de ses porteurs.

38. – **Des contournements discutables de la règle de l'unanimité, s'agissant de modifier des valeurs mobilières composées donnant accès au capital, dispersées sur les marchés financiers**. Afin de restructurer des obligations convertibles ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE), certaines entreprises en difficulté ont soumis à l'approbation des porteurs de titres, réunis en assemblée générale, de convertir leurs titres en actions de la société, à des conditions différentes de celles prévues dans les termes et conditions initiales de l'emprunt, mais avec le soutien, a minima, de la majorité en valeur des obligataires. Afin de contraindre les obligataires minoritaires à accepter de participer à la recapitalisation de la société et de renoncer à leur statut de prêteur, des émetteurs, avec le soutien de la majorité des obligataires, ont, à plusieurs occasions, proposé une modification des termes et conditions de l'emprunt obligataire. Ces modifications conduisaient en substance à un abandon d'une partie de la créance des obligataires, issue ruineuse pour le porteur souhaitant ne pas convertir, par anticipation, son titre obligataire en actions. Ce contournement de l'interdiction des règles de la masse a pu être observé à plusieurs reprises. Dans le cadre de la restructuration de la société Bull en 2005[61] et, dans une moindre mesure, de celle de Futuren (ex Théolia) en 2010[62], le contournement des règles de la masse a

[59] Plusieurs situations sont envisageables. Soit la société soumet la loi du contrat d'émission obligataire à un droit étranger, souvent le droit de l'État de New-York ou le droit luxembourgeois. La règle de l'unanimité reste de mise dans les deux cas, s'agissant du droit américain. Soit la société soumet l'emprunt obligataire au droit français, comme elle en a la possibilité. Toutefois, on observe en pratique que les parties n'utilisent pas la faculté qui leur est faite de procéder à des aménagements contractuels, afin probablement de se conformer à la pratique internationale en la matière. Les règles du code de commerce sont ainsi reprises quasiment *in extenso*.
[60] En se contentant de modifier la date d'exigibilité des obligations, la société se dispense ainsi de faire juridiquement une offre de rachat des obligations auprès de chacun des obligataires. Il s'agit d'un remboursement et on considère fictivement que la société a les moyens de rembourser la totalité du nominal, ce qui permet d'émettre des actions d'une valeur nominale égale au produit du remboursement. Au besoin, la valeur nominale des actions aura été réduite préalablement. Cette technique connaît des limites lorsqu'il s'agit d'obtenir l'exigibilité anticipée de plusieurs séries d'obligations ayant des droits différents. On essaye alors de tenir compte de la différence de rang de priorité en prévoyant un prix de conversion de la dette en actions différent pour chaque catégorie de créances.
[61] Boursier.com, « *Bull : précisions sur les Océanes* », 4 février 2005.
[62] Note d'opération de la société Théolia, visa n°10-198 du 23 juin 2010.

consisté à (i) allonger la maturité des titres obligataires jusqu'à 30 ans, (ii) de réduire le taux d'intérêt à 0,1 % de la valeur nominale des obligations en circulation et (iii) de supprimer les clauses de remboursement anticipé à la main du porteur. L'opération fut justifiée au motif qu'elle ne lésait pas réellement les porteurs, dans la mesure où on leur proposait de convertir leurs titres à des conditions plus avantageuses qu'initialement prévu dans le contrat d'émission (pour tenir compte de l'aggravation des difficultés de la société). Cette méthode est critiquable, en l'état actuel des textes car l'allongement de la maturité sur trente ans ainsi que la réduction du taux d'intérêt à 0,1 % de la valeur nominale des obligations en circulation équivalent, d'un point de vue économique, à un abandon de créance qui ne peut en principe être imposé (même à la majorité des 2/3) aux porteurs qui n'y ont pas individuellement consentis. Aux États-Unis, les tribunaux ont freiné la tentation des émetteurs de contourner la règle de l'unanimité à la suite de contentieux initiés par les porteurs minoritaires[63]. Si cette méthode a pu être utilisée pour faciliter la restructuration d'instruments donnant accès à terme au capital, elle n'a jamais été utilisée pour restructurer des obligations simples.

La restructuration contestable de Bull

La restructuration de Bull illustre un cas de contournement des règles de la masse, sur lequel nous revenons en détail.

Avant d'être absorbée par Atos en 2014, Bull était une société française spécialisée dans l'informatique professionnelle. La société est synonyme de catastrophe financière pour le contribuable français. Nationalisée en avril 1982, le chiffre d'affaires de Bull atteint 11,6 milliards de francs. L'État apporte des dotations en capital qui atteindront jusqu'à un milliard de francs par an. Au début des années 90, Bull est en pleine crise et affichera 18,4 milliards de francs de pertes en trois ans et demi. TF1 annonce que le contribuable a perdu en trois ans plus que le coût de la guerre du Golfe ! Les années 1994 à 1997 voient le retour à la privatisation progressive du groupe Bull. Le groupe est totalement privatisé en 2004. L'État verse le 14 janvier 2005 une dotation de 517 millions d'euros avec une clause de retour à meilleure fortune après le feu vert de la Commission européenne. Seuls quelques millions d'euros ont été remboursés depuis.

En 2004, la société Bull parvient à se recapitaliser à hauteur de 44 millions d'euros auprès d'institutionnels, dont France Telecom et Axa Private Equity, sous réserve de la modification des termes et conditions du contrat d'émission des obligations convertibles et/ou échangeables en actions nouvelles ou existantes (OCEANE).

En assemblée spéciale des obligataires, sous réserve de l'accord de la Commission européenne, les obligataires approuvent à la majorité des 2/3 le versement par l'État d'une aide de 517 millions d'euros, le report de l'échéance de remboursement des OCEANE, au 1er janvier 2033, la révision du taux d'intérêt annuel porté à 0,1% de la valeur nominale à compter du 1er janvier 2004, la suppression de la prime de remboursement ainsi que la renonciation à l'ajustement de la parité de conversion, résultant de la mise en œuvre de l'augmentation de capital.

En contrepartie de ces concessions des porteurs d'OCEANE, la société permet à ces derniers de participer à l'opération de recapitalisation aux côtés des investisseurs institutionnels. Bull

[63] *Cf. infra* § 148.

propose en effet également une modification temporaire de la parité de conversion à raison de 10 actions pour 1 OCEANE, pendant l'espace de 15 jours. Au-delà de cette période, la parité de conversion est ramenée à 1 action pour 1 OCEANE.

La restructuration des OCEANE est un contournement des règles impératives de la masse des obligataires. Certes, la proposition de modifier les termes et conditions des OCEANE, de manière à permettre aux porteurs de percevoir une quote-part du capital plus importante que celle initialement prévue, peut en apparence donner l'impression d'améliorer le sort des porteurs (en prévoyant un ratio de conversion des OCEANE en actions plus généreux que le précédent ratio). Dans les faits, la proposition des dirigeants avec le soutien de la majorité des obligataires revient en réalité, ni plus ni moins, à (i) faire reconnaître que, la société étant insolvable, les actionnaires ont tous perdu et doivent être intégralement dilués et (ii) que les porteurs d'OCEANE doivent devenir les nouveaux propriétaires de l'entreprise, en convertissant leurs obligations en actions.

Le plan proposé aux porteurs d'OCEANE n'est cependant acceptable, du point de vue économique, qu'à la condition que (i) lesdits porteurs puissent contester la valeur d'entreprise de Bull, sur la base de laquelle la majorité des obligataires ainsi que les dirigeants actent de la nécessité de faire supporter les pertes aux actionnaires, puis dans un second temps, aux porteurs d'OCEANE (ii) l'ordre de priorité et d'absorption des pertes justifie qu'on exige des porteurs d'OCEANE qu'ils passent du statut de créancier au statut d'actionnaire, au regard de la situation des autres créanciers qui pourraient être injustement mieux traités et (iii) que lorsqu'un apport en trésorerie est nécessaire, les porteurs d'OCEANE puissent être en mesure de décider des conditions de cet apport et ne se voient pas imposer, par la société et la majorité des porteurs d'obligations (qui pourraient être en situation de conflit d'intérêts), l'arrivée de nouveaux investisseurs susceptibles de capter indûment la valeur créée dans le futur par la société, au détriment des porteurs d'OCEANE.

Toutes ces conditions n'ont manifestement pas été remplies dans le cas de Bull. Cette dernière n'est pas le seul cas de contournement des règles de la masse des obligataires. Il est étonnant qu'aucun contentieux n'ait eu lieu.

Bull parvient à relancer ses activités en 2008, tout en continuant à céder de nombreux actifs. En 2014, Atos lance une OPA amicale sur Bull, valorisant la société à 620 millions d'euros.

39. – **Lorsque l'accord à l'unanimité des obligataires n'est pas envisageable, une restructuration amiable nécessite une offre publique d'échange de titres obligataires contre des actions**. Lorsque la société a émis une ou plusieurs séries d'obligations de taille plus significative auprès d'investisseurs dispersés sur les marchés financiers, il est impossible pour la société de s'adresser directement à chacun des obligataires, afin d'obtenir leur accord pour restructurer la dette. C'est d'autant plus difficile en France que souvent les volumes d'échange des obligations sur les marchés financiers sont significatifs lorsque l'émetteur a des difficultés financières[64]. Dans cette hypothèse, la société n'a pas en principe d'autre choix, en dehors de la procédure collective, que d'organiser une offre publique d'échange d'obligations contre la remise d'actions afin de désendetter significativement la société.

[64] *Cf. infra* § 80.

40. – **L'offre publique d'échange, une solution en principe préférable au *status quo***. La clé pour garantir le succès d'une offre publique d'échange consiste à concevoir une offre de telle manière que pour chacun des obligataires, participer à l'offre est plus attractif que d'y renoncer. Autrement dit, la contrepartie offerte par la société en échange du rachat de chaque obligation doit être plus intéressante que le maintien du *status quo*. Si les obligations d'origine s'échangent sur un marché secondaire suffisamment liquide, l'appréciation de la valeur d'échange est plus aisée. Les obligations d'origine s'échangent avec une décote sur le marché secondaire. Cette décote est la traduction de l'anticipation par le marché de la perte que vont subir les obligataires, compte tenu de l'imminence d'un défaut du débiteur. La perte des obligataires est donc en principe déjà intégrée dans les cours sur le marché secondaire. Cette perte est également déjà enregistrée dans les comptes des porteurs obligataires qui, contrairement à la majorité des banques européennes à ce jour, tiennent une comptabilité en « *mark to market* ». Selon cette méthode comptable, les porteurs s'obligent à enregistrer, dans leurs comptes, toute variation du cours de la dette sur le marché secondaire. Cette méthode a fait l'objet de nombreuses controverses[65]. Appliquée aux instruments de dette émis par des sociétés en difficulté, elle présente d'importants avantages. Une fois la perte enregistrée dans les comptes, il est plus facile pour le créancier de prendre les décisions difficiles, comme céder son titre sur les marchés ou accepter la remise d'actions dans le cadre d'une offre publique d'échange, pour cristalliser sa perte.

41. – **L'offre publique d'échange, une solution en principe préférable à l'ouverture d'une procédure collective**. En théorie, les obligataires n'ont pas intérêt à attendre l'ouverture d'une procédure collective. Ils devraient être enclins à accepter une offre publique, d'autant plus si leur perte est déjà matérialisée dans leurs comptes. La procédure collective est un coût pour eux, car c'est un coût pour l'entreprise ; elle a un impact sur ses clients, ses fournisseurs et ses salariés. Si l'entreprise parvient à faire l'économie d'une procédure collective, les obligataires en bénéficieront indirectement. Cette économie doit ainsi se retrouver dans la valeur de la contrepartie proposée dans le cadre de l'offre publique. Pour que l'offre soit un succès, l'effort demandé aux obligataires, se traduisant par une renonciation au remboursement au nominal du titre dans le cadre de l'offre, doit être inférieur au gain réalisé par l'obligataire. Ce gain est égal à la différence entre la valeur de marché de la contrepartie offerte par l'émetteur et la valeur de marché des titres sur le marché secondaire (supposée reflétée le coût de la procédure collective, outre le coût des difficultés de l'émetteur). C'est tout à fait possible si les obligataires, concernés par l'offre publique, ont acheté leurs titres avec une forte décote, par rapport à la valeur nominale des titres. La rotation de la dette entre de nombreuses mains est fréquente au niveau des entreprises en difficulté, compte tenu du fait que nombre d'investisseurs ont interdiction de conserver en

[65] Pour comprendre les controverses sur l'intérêt et les écueils des méthodes comptables en « *mark to market* » V. C. Laux, C. Leuz, « *The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate* », 2009, Accounting, Organizations and Society, Vol. 34, 2009, disponible sur SSRN: https://ssrn.com/abstract=1392645 . L'intérêt d'une comptabilité en « *mark to market* » doit être relativisé lorsque le défaut du débiteur est imminent. Même si la contrepartie offerte dans le cadre de l'offre publique est similaire à la valeur de marché des titres obligataires sur le marché secondaire, compte tenu de la décote applicable, cette contrepartie peut ne pas être suffisante pour encourager les obligataires à participer à l'offre publique, et ce, même si les porteurs ont déjà enregistré dans leur comptabilité leurs pertes. Les obligataires peuvent ne pas si facilement se laisser convaincre de cristalliser leur perte en souscrivant à l'offre, surtout si le défaut du débiteur est imminent et, qu'ils n'ont pas la certitude que le débiteur parviendra à éviter la procédure collective, même en cas de succès de l'offre publique. Dans cette hypothèse, les porteurs peuvent souhaiter attendre l'ouverture de la procédure collective pour cristalliser leur perte et faire valoir à la procédure leur droit au remboursement du montant nominal (et non de la valeur de marché avant l'ouverture de la procédure collective) de leurs titres obligataires.

portefeuille des titres d'une société en mauvaise santé financière. Lorsque la notation de l'émetteur est abaissée au niveau des valeurs spéculatives, ceci déclenche automatiquement la cession en masse du titre. Ces nouveaux prêteurs, professionnels de l'investissement de sociétés en difficulté, sont moins susceptibles d'être dans le déni que les prêteurs d'origine. Si les conditions financières sont cohérentes au regard de la situation financière de la société, ils n'ont aucune raison de s'opposer à la solution consistant à obtenir des actions en échange de leurs titres. Malheureusement, pour l'entreprise, les choses ne sont pas si simples. En pratique, il existe un certain nombre d'obstacles à la réussite d'une offre publique[66].

42. – **Des risques d'échec liés à la situation d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les porteurs d'obligations, plus importante que celle entre les dirigeants et les établissements bancaires.** Un des premiers obstacles à l'aboutissement d'un accord entre les parties tient à la situation d'asymétrie d'information existant entre les obligataires et les dirigeants d'entreprise. Plus l'asymétrie d'information est importante entre les parties, plus le risque d'échec des négociations est élevé. Or, ce problème est plus important entre le débiteur et ses obligataires, qu'entre le débiteur et des établissements bancaires. En effet, ces derniers sont en principe mieux informés sur la situation financière du débiteur que les obligataires. Elles ont pour cela un accès privilégié à de l'information confidentielle, conformément aux termes négociés du contrat de prêt syndiqué qui les lie au débiteur.

43. – **Aucune offre publique d'échange de titres obligataires en actions à ce jour en France en dépit du développement des marchés obligataires**. Le site Internet de l'AMF ne recense aucune offre publique d'échange d'obligations simples en actions**.** En France, l'AMF serait pourtant obligatoirement informée du lancement de telles opérations. Elle est en effet chargée d'encadrer les offres publiques lorsque la société est cotée sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. Les règles qu'elle édicte s'appliquent non seulement aux offres publiques d'acquisition classiques, mais aussi aux offres publiques d'échanges de titres admis à la négociation sur les marchés réglementés, quelle que soit la

[66] Le risque de refus de créanciers obligataires dispersés à un accord de restructuration est bien connu des débiteurs que sont les États souverains, comme l'illustre la douloureuse restructuration de la dette de l'Argentine dans les années 2000 (*Cf.* « *L'Argentine, les vautours et la dette* », Lettre du Trésor-Eco, septembre 2014, n°136). L'entreprise fait face à deux types de risque de refus des obligataires de participer à l'offre publique, ou risque de « *hold out* ». L'entreprise doit premièrement éviter le refus d'une minorité de porteurs d'obligations au sein d'une même série d'obligations dont la majorité accepterait pourtant de participer à l'offre publique. Pour les raisons évoquées précédemment, cette minorité ne peut, hors procédure collective, être contrainte par la majorité, au motif que l'offre publique présente un intérêt pour la collectivité des porteurs, par rapport à une situation de *status quo*. Lorsque l'entreprise a émis plusieurs séries de dette obligataire, elle doit éviter également qu'une série entière d'obligations refuse de participer à l'offre publique. Un tel refus risquerait de placer les porteurs dont les titres relèvent d'autres séries d'obligations dans la situation de devoir accepter seul les concessions significatives nécessaires au redressement de l'entreprise. Cette situation ne serait en réalité pas acceptable pour les autres créanciers dès lors que les différentes séries d'obligations sont *pari passu*, c'est-à-dire d'un rang équivalent. Elle le serait encore moins si les autres séries d'obligations ont un rang *senior* par rapport à la série d'obligations dissidente qui refuse de participer à l'offre. Le risque d'un rejet de l'offre publique est, en tout état de cause, plus important lorsque la société a cherché à optimiser sa structure financière. L'entreprise doit alors obtenir l'aval de créanciers, placés cette fois-ci dans une situation différente des uns des autres, dans l'ordre de priorité et d'absorption des pertes, compte tenu, par exemple, de la signature d'accords de subordination ou de l'octroi de garanties différentes. Le débiteur doit alors proposer, dans le cadre de l'offre publique, un sort différent aux porteurs, justifiés par la situation différente dans laquelle se trouvent une ou plusieurs catégories d'obligataires. Le débiteur doit alors pouvoir expliquer ses choix au moment du lancement de l'offre. De ce point de vue, les restructurations de dette obligataire d'entreprises se distinguent des restructurations de dette souveraine, au cours desquelles il est d'usage que toutes les obligations soient *pari passu* (à l'exception des prêts d'urgence octroyés par le FMI et des prêts bilatéraux entre États souverains comme le veut l'usage), ce qui n'exclut pas des situations de *hold out* retentissantes

contrepartie. L'offre publique d'échange de titres obligataires en échange de titres obligataires obéit à des règles différentes que l'offre publique de titres obligataires en échange d'actions[67]. Dans le contexte macro-économique actuel, il est symptomatique qu'aucune entreprise française de taille significative n'ait tenté de restructurer sa dette obligataire en lançant une offre publique d'échange. Le marché de la restructuration de la dette obligataire des sociétés cotées françaises aurait dû évoluer à l'image de celui des dettes de sociétés non cotées sur le marché du LBO qui a connu une vague de conversion de dette en actions depuis la crise de 2008[68].

44. – **Une situation contrastée avec la pratique des offres publiques aux États-Unis**. La situation en France est singulière par rapport aux États-Unis. Outre Atlantique, les études montrent que, si dans la majorité des offres publiques d'échange s'adressant aux porteurs de dette *senior* il est proposé à ces derniers un remboursement en numéraire (29%) ou un autre titre de dette *senior* (38%), la majorité des titres offerts aux obligataires dit *junior* sont des actions (67%)[69]. Les grandes entreprises françaises seraient-elles moins endettées en titres obligataires que les grandes entreprises américaines au point de ne pas avoir à recourir des échanges de titres obligataires contre des actions afin de garantir leur pérennité ? Cela est peu probable.

45. – **Un faible recours des entreprises françaises à la procédure collective, en dépit de l'absence d'offre publique d'échange d'obligations en actions en France**. À l'exception de deux entreprises qui ont ouvert une procédure de sauvegarde, Technicolor en 2010 et Groupe Partouche en 2013, les entreprises figurant dans notre échantillon ont toujours été restructurées en dehors d'une procédure collective, que ce soit celui d'une procédure de sauvegarde, introduite en droit français en 2005[70], ou celui d'une procédure de redressement judiciaire, introduite par la loi de 1985[71]. Solocal Group a, quant à elle, fait l'objet d'une procédure de sauvegarde accélérée introduite par l'ordonnance du 12 mars 2014[72], qui a permis d'aboutir à l'adoption d'un plan de restructuration négocié pendant un *mandat ad hoc*, puis une procédure de conciliation[73]. Belvédère fut un cas particulier. La société ouvrit une procédure de sauvegarde en 2008, puis une procédure de redressement judiciaire en

---

[67] L'offre publique d'échange de titres obligataires en obligations ne nécessite pas de respecter les règles applicables aux offres publiques d'échanges en actions, lorsque les obligations ne sont pas admises à la négociation sur un marché réglementé. Le règlement général de l'AMF prévoit une procédure particulière à cet effet. Ce type d'offres publiques reste toutefois relativement rare, les débiteurs préférant, lorsque c'est possible, la procédure du rachat d'obligations. Le prix de rachat sur le marché des titres obligataires est alors financé par une nouvelle émission à des conditions nécessairement plus avantageuses. Compte tenu du faible nombre d'offres publiques d'échange d'obligations en échange d'autres obligations, il existe une incertitude sur l'application de certaines règles impératives en matière d'offre publique d'acquisition d'actions. À titre d'illustration, la règle de l'unicité des prix dans les offres publiques d'acquisition, permettant d'assurer la protection des actionnaires, pourrait ne pas trouver application en cas d'offre publique portant sur des obligations. Ainsi, un émetteur pourrait proposer un prix plus élevé au début de la période d'offre publique aux porteurs de titres obligataires qui accepteraient d'échanger leur titre en amont à l'offre publique.

[68] S. Vermeille, S. Bardasi, « *L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO* », 2014, RTDF n°3.

[69] J. R. Franks, W. N. Torous, « *A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and chapter 11 reorganizations* », 1994, *Journal of Financial Economics*, vol. 35, issue 3, pages 349-370.

[70] La loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises permet à l'entreprise, en dépit du fait qu'elle n'est pas en cessation des paiements, de pouvoir ouvrir une procédure collective.

[71] Loi n° 85-98 du 25 janvier 1985, relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises.

[72] Ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives.

[73] *Cf. infra* p. 39, pour une description de l'affaire Solocal.

2012[74]. Dans le cas de Belvédère, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde fut vivement reprochée aux dirigeants, car ouverte sans négociation préalable avec les créanciers. Dans cette affaire très particulière, les dirigeants s'étaient montrés, de plus, coupables de la violation d'un *covenant* restrictif, interdisant la société de racheter ses propres actions sur les marchés[75]. Dans le cas de Groupe Partouche, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde en 2016 s'inscrivait dans un contexte similaire de dissensions très importantes entre la société et ses créanciers, après successivement une augmentation de capital de la dernière chance en 2010[76], puis l'entrée au capital d'un fonds de retournement en 2011[77]. Avant 2009, année où commence notre étude empirique, Eurotunnel a été la première société française à faire appel à une procédure de sauvegarde ; ce fut en 2006.

46. – **Un faible recours à la procédure collective en raison de la nature, principalement bancaire, des créances des grandes entreprises françaises**. La plupart des entreprises de taille significative en difficultés, durant la période 2009 à 2017, n'avaient pas une structure financière les contraignant à ouvrir une procédure collective, afin de forcer les créanciers dissidents à accepter une conversion de leurs créances en actions à la majorité qualifiée : les sociétés Sequana[78], Latécoère[79] ou encore Gascogne[80], qui figurent dans notre étude, étaient toutes financées uniquement auprès d'établissements financiers. Ces entreprises sont, en conséquence, toutes parvenues à obtenir des concessions significatives auprès de leurs créanciers, sans avoir besoin d'ouvrir une procédure collective (même si dans le cas de Sequana, en 2014, lors de la seconde restructuration, l'Etat, par l'intermédiaire du CIRI, a dû intervenir afin de contraindre les établissements bancaires à effectuer des abandons de créances).

47. – **Les entreprises cotées françaises, de taille significative, faisant l'objet d'une procédure collective, ont toutes été des exceptions**. Les sociétés cotées françaises eurent recours à une procédure collective :

> 1°) soit parce qu'elles avaient une structure financière particulièrement importante et complexe ; dans ces conditions, leurs dirigeants ne pouvaient envisager un accord à l'unanimité à l'amiable et devaient se résoudre à ouvrir une procédure collective[81] :

---

[74] Note d'opération de la société Belvédère, visa n°13-162 du 13 avril 2013. , Pour mémoire, Belvédère ne figure pas dans l'échantillon, la restructuration n'ayant pas donné lieu à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription,

[75] *Cf.* S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bézert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », 2013, RTDF n° 3, pp. 17-41.

[76] Cf. note d'opération de la société Groupe Partouche, visa n°10-259 en date du 16 juillet 2010.

[77] Cf. note d'opération de la société Groupe Partouche, visa n° 11-126 en date du 20 avril 2011.

[78] Notes d'opération de la société Séquana, visa°12-255 du 12 juin 2012 et n°14-335 du 27 juin 2014.

[79] Note d'opération de la société Latécoère, visa n°15-452 du 19 août 2015.

[80] Note d'opération de la société Gascogne, visa n°14-237 du 27 mai 2014.

[81] Un faible recours à la procédure collective, en dépit du fait que le législateur a pris rapidement conscience de la nécessité de faciliter la réduction de la dette des entreprises après l'éclatement de la bulle en 2008. Dès 2009[81], le législateur a introduit les comités de créanciers dans les entreprises de taille significative permettant d'imposer en procédure collective, à certaines conditions, la conversion de la dette en actions. Plus récemment, la loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, a autorisé l'éviction des actionnaires « lorsque la préservation du bassin de l'emploi le justifie » afin de faciliter la conversion de la dette en actions. Pour les raisons évoquées ci-après, ces deux mesures sont cependant loin d'être suffisantes dans la perspective de faciliter la restructuration en profondeur du bilan des entreprises de taille significative. Manifestement, les entreprises en difficulté de taille significative n'ont pas considéré jusqu'à présent la procédure collective comme une option souhaitable pour faciliter le traitement de leurs difficultés, pour les raisons que nous exposerons ci-après. V. également S. Vermeille, « *Les effets pervers du dispositif du projet*

il s'agit des sociétés Eurotunnel, Technicolor et Solocal 2014, étant précisé que ni Technicolor, ni Solocal n'a essayé d'organiser une offre publique d'échange des obligations émises contre des actions, en amont de l'ouverture de la procédure collective (la Eurotunnel était quant à elle exclusivement financé en dette) ;

2°) soit parce que leurs dirigeants ont détourné les règles de la procédure collective afin de s'affranchir indûment des engagements contractuels, pris à l'égard de leurs créanciers (Groupe Partouche, Belvédère) ;

3°) soit parce que les dirigeants n'ont pas pu opter pour une augmentation de capital de la dernière chance (ou que leur augmentation de capital de la dernière chance a échoué), faute de soutien d'un actionnaire de référence ou même de l'Etat ; étant précisé également que l'Etat s'était interdit de prêter assistante à Eurotunnel, Solocal et Technicolor, compte-tenu de leur histoire particulière, au demeurant commune avec l'Etat lui-même, comme nous le verrons par la suite.

48. – **Des augmentations de capital de la dernière chance favorisées par la participation de l'Etat aux opérations.** Les dirigeants d'entreprises cotées sont parvenus, jusqu'à présent et, à quelques exceptions près, à traiter leurs difficultés financières en organisant, au moins une fois, une augmentation de capital de la dernière chance. Les entreprises bénéficiaient, par ailleurs, souvent du soutien indispensable, d'au moins un actionnaire de référence, pour garantir le succès de l'augmentation de capital, souvent en la personne de l'Etat, comme le montre notre tableau en annexe. Parallèlement à ces augmentations de capital, les dirigeants ont (i) refinancé leur dette obligataire ou ont obtenu des aménagements, en modifiant les termes et conditions de leurs emprunts, afin, par exemple, de reporter la maturité des obligations[82] et/ou (ii) ont procédé à des cessions d'actifs.

La restructuration de Technicolor[83]

La restructuration du groupe Technicolor est intéressante car elle illustre les difficultés que

de loi « Macron » relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation : les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites », 2014, RTDF n°4 ; F.-A. Papon, J. Martinez, S. Vermeille, « *La constitutionnalité du projet de loi « Macron » et l'éviction des actionnaires : la révolution n'a pas eu lieu* », février 2015, Revue Banque.

[82] Les révisions des dispositions des contrats de prêt, limitées à un report de la date de maturité de deux ou trois ans et d'un ajustement du taux d'intérêt, furent des opérations courantes au cours des toutes premières années de la dernière crise financière. C'était en particulier le cas au niveau des sociétés non cotées, lourdement endettées, à la suite de la réalisation d'opérations dite de LBO. Au lendemain de l'éclatement de la bulle financière, on ignorait encore la profondeur de la crise. Les parties préféraient alors remettre à plus tard les décisions difficiles. Ce type d'opérations a toutefois pu perdurer au fil des années, et ce, même lorsque les investisseurs ne pouvaient plus ignorer la gravité de la crise et ses conséquences sur l'activité des entreprises. Une révision en profondeur des plans d'affaires était nécessaire, ce qui devait conduire à une réduction importante du niveau d'endettement des sociétés concernées. Le déni des dirigeants et des créanciers face à l'étendue des difficultés expliqua le nouveau nom de baptême qu'on trouva à ce type de restructurations les « *amend and pretend* ». Les mauvaises habitudes ont été modifiées par la suite, le marché du LBO a connu une multiplication des restructurations en profondeur du bilan. *Cf. infra* p 72, pour une description des particularité des restructurations de sociétés sous LBO.

[83] *Cf.* S. Vermeille, T. François, « *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?* », octobre 2012, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°40.

rencontre une entreprise cotée en France, lorsque cette dernière doit procéder à une restructuration en profondeur de sa dette obligataire, au point même de ne pas envisager d'organiser une offre publique d'échange. Au cas présent, devant l'ampleur des difficultés, Technicolor ne pouvait espérer réduire sa dette en organisant une augmentation de capital de la dernière chance, d'autant plus que Technicolor ne pouvait compter sur le soutien d'actionnaires de référence au capital, ni même de l'Etat, qui s'était interdit de nationaliser à nouveau Technicolor. Un rappel des faits est nécessaire.

La société Technicolor était historiquement le pôle électronique grand public de Thomson CSF, entreprise nationalisée en 1982. Le pôle prit son indépendance sous le nom de Thomson Multimedia pendant que le pôle électronique de défense et d'espace de Thomson CSF fut privatisée pour devenir Thalès.

Thomson Multimédia va connaître des difficultés financières importantes pendant toute la période de 2003 à 2012. Son activité historique, centrée sur les téléviseurs, souffre fortement de la concurrence du marché asiatique. De plus, sa situation financière se dégrade compte tenu du prix fort auquel elle paye un certain nombre d'acquisitions décevantes, avec un fort niveau de levier.

La structure d'endettement de la société était la suivante : des prêts bancaires *senior*, des émissions obligataires *senior* et une émission de titres super subordonnés.

La restructuration a nécessité l'ouverture d'une procédure de sauvegarde fin 2009, qui s'est conclue rapidement en février 2010 et, avec un certain succès, par une conversion en actions de près de la moitié de sa dette obligataire et de sa dette bancaire d'un montant initial total de 2,8 milliards d'euros. La procédure de sauvegarde de Technicolor a permis, en supprimant la règle de l'unanimité, de faire approuver le plan pré-négocié avec des représentants des créanciers, avant l'ouverture de la procédure. Ce fut une première en France.

L'accord pré-négocié n'avait pourtant pas reçu pourtant l'assentiment de la majorité requise des créanciers, hors procédure collective. Technicolor avait pris le risque de se retrouver en procédure collective pour une période indéfinie, faute d'accord.

L'échec des négociations amiables a été imputé à l'époque au fait qu'un grand nombre de créanciers détenait des CDS. Il est vrai que la souscription par les créanciers de dérivés de crédit est de nature à perturber les négociations dans la mesure où le risque de contrepartie n'est alors plus porté par le créancier mais par un tiers. La détention d'un CDS entraîne ainsi un désalignement entre d'une part, l'intérêt personnel du créancier titulaire du CDS qui a intérêt au défaut de son débiteur pour percevoir le produit de l'assurance et, d'autre part, la collectivité des créanciers qui a intérêt à éviter quelque l'entreprise fasse défaut. Toutefois, il convient de ne pas surestimer la responsabilité des porteurs CDS dans l'échec des négociations amiables, même si l'absence de clarté à l'époque sur les conditions de mise en jeu de la garantie aux termes des CDS européens a pu jouer. Une étude américaine a ainsi mis en évidence que l'échec des offres publiques d'échange aux États-Unis n'est quasiment jamais imputable aux porteurs de CDS[84].

[84] S. Lubben, « *Credit Derivatives and the Resolution of Financial Distress* », 2008, Seton Hall Public Law Research Paper No. 1133623, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =1133623 ; M. Bedendo, L. Cathcart, L. El-Jahel, « *In- and Out-of-Court Debt Restructuring in the Presence of Credit Default Swaps* », 2011, CAREFIN Research Paper No. 24/2010, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1799923.

En réalité, l'incapacité de la société à recueillir le soutien de la majorité des créanciers, nécessaire afin de garantir, en procédure collective, l'approbation d'un plan, était surtout liée aux lacunes de la procédure collective, faute de permettre une répartition du risque prévisible, équitable et transparente du point de vue des créanciers, comme nous le verrons par la suite. Cette défaillance du droit français eut des répercussions profondes sur l'attitude des porteurs de CDS dans l'affaire Technicolor et expliqua la très forte volatilité de la dette, même si l'ouverture de la procédure collective était imminente.

À l'issue de la procédure de sauvegarde, les actionnaires de Technicolor ont réussi à conserver 16 % du capital. Il était par ailleurs exigé des créanciers *senior* bancaires et des obligataires *senior* qu'ils convertissent une partie significative de leurs créances en actions ou en obligations remboursables en actions. En outre, les porteurs de titres super subordonnés en situation de pouvoir bloquer le vote à l'assemblée des obligataires (puisqu'ils siégeaient avec les obligataires *senior*) n'ont pas vu leurs droits réduits à zéro. Le principe de la créance a été conservé, mais les porteurs ont perdu leurs droits à percevoir un intérêt. Pour compenser cette perte, les porteurs ont reçu la somme de 25 millions d'euros de dédommagement alors qu'ils n'auraient eu droit à rien si l'ensemble de l'activité de la société avait été cédée pour sa valeur d'entreprise en redressement ! Le montant des 25 millions d'euros correspondait à la valorisation des titres super subordonnés sur le marché, laquelle intégrait la violation de l'ordre de priorité permise par la loi. Cette situation a entraîné un nombre important de contentieux de la part des porteurs de titres super subordonnés, ces derniers protestant contre le sort qu'il leur était réservé[85].

Par la suite, Technicolor a dû poursuivre ses efforts de restructuration hors procédure collective, faute d'avoir pu émerger de la procédure de sauvegarde avec un niveau de dette adéquat par rapport à ses perspectives de trésorerie future.

Compte tenu de toutes les concessions faites au moment de sa restructuration, Technicolor a dû à nouveau se recapitaliser en 2012. Elle a ainsi réalisé une augmentation de capital réservée à un investisseur, ainsi qu'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription au profit des actionnaires historiques. Ces deux opérations ont été à nouveau très dilutives pour les actionnaires historiques de Technicolor. La société est restée insuffisamment désendettée postérieurement à cette opération. Les actionnaires qui ont profité de la restructuration pour investir à nouveau dans la société en ont eu à nouveau pour leur frais, puisqu'ils réalisent à ce jour une moins-value de 30 %, comme le montre l'Annexe 1.

Au prix d'efforts titanesque, Technicolor a réussi à rebondir grâce notamment au caractère innovant de sa nouvelle activité. Le groupe est aujourd'hui spécialisé dans la fourniture de solutions et de services de production audiovisuelle, et n'a conservé son activité industrielle historique.

[85] R. Dammann, G. Podeur « *Éclairage – Affaire Thomson-Technicolor : le clap de fin »,* mars 2012, *Bulletin Joly Entreprises en difficulté,* n°2.

L'augmentation de capital de la dernière chance de la société CGG

La restructuration de CGG en cours, à la date de publication de cet article, illustre l'impossibilité pour les dirigeants d'une entreprise au bilan complexe de parvenir à un accord avec ses créanciers à l'amiable.

Dès le début des négociations amiables, postérieurement à l'échec de l'augmentation de capital de la dernière chance, les dirigeants ont indiqué ouvrir une procédure de sauvegarde, une fois l'accord obtenu, à la majorité requise de ses obligataires, pour ensuite forcer le consentement des dissidents en procédure collective[86]. A aucun moment, il ne semble avoir été envisagé de lancer une offre publique d'échange. Cette situation n'est pas satisfaisante, car la procédure collective a un coût pour les entreprises et retarde nécessairement, la date à laquelle, l'entreprise parvient à réaliser une restructuration en profondeur de son bilan. De plus, cette situation encourage les dirigeants d'entreprise à recourir, comme CGG, à des augmentations de capital de la dernière chance risquées. Un rappel des faits est nécessaire :

La société CGG, anciennement dénommée la Compagnie Générale de Géophysique-Veritas, est une entreprise française spécialisée dans l'exploration du sous-sol. CGG est un groupe mondial de géosciences dans l'industrie de l'énergie (pétrole et gaz principalement). Les produits et services de CGG sont destinés à l'imagerie et l'interprétation des réservoirs d'hydrocarbures actuels et futurs, en utilisant les différentes technologies et compétences de la géologie, de la géophysique, de la caractérisation et du développement de réservoirs.

La chute durable du cours du pétrole a logiquement considérablement affecté l'activité de CGG.

Le niveau de trésorerie de CGG avait beaucoup diminué ces dernières années (385 millions d'euros fin 2015 alors qu'il était de 1,5 milliard en 2012, de 530 millions en 2013 et de 359 millions en 2014). En décembre 2015, le groupe n'était plus en mesure de respecter ses covenants financiers et début 2016, le niveau d'endettement de CGG était de 2,8 milliards d'euros.

La structure financière de CGG était très complexe, puisque la société s'était endettée à la fois en France et aux Etats-Unis, compte tenu de la forte implantation du groupe outre Atlantique.

Dans ce contexte, CGG a lancé le 13 janvier 2016 une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription à destination de l'ensemble de ses actionnaires. Il fut ainsi proposé de réinjecter 350 millions d'euros pour financer un plan de transformation de 200 millions d'euros, le reste servant à financer le besoin en fonds de roulement de la société. L'émission a été réalisée avec une décote de 38% par rapport au prix théorique après l'augmentation de capital de l'action détachée du DPS ou « TERP ». L'opération fut fortement dilutive pour les actionnaires qui ne participèrent pas à l'opération. Ses actionnaires de référence, BPI France et IFP Energies Nouvelles, ont apporté leur soutien à l'opération[87]. L'augmentation de capital de 350 millions de CGG fut entièrement souscrite.

Parallèlement à l'augmentation de capital, CGG offrait à une partie de ses obligataires

[86] Communiqué de presse de CGG du 15 mai 2017.
[87] Les Echos, « *Opération sauvetage pour le français CGG* », 7 décembre 2015.

d'échanger leurs obligations contre des prêts, assortis de sûretés réelles.

Dès novembre 2016, la société annonça son intention de restructurer à nouveau la dette de CGG. Une conversion massive de la dette obligataire en actions est à présent envisagée, dans des conditions qui restent à définir. La structure du bilan de CGG étant extrêmement complexe, elle rend extrêmement délicate un accord sur la réduction du niveau de son endettement.

Le 15 mai 2017, CGG annonçait qu'il n'y avait pas, à ce jour d'accord entre ses créanciers et ses actionnaires, en vue de faire approuver un plan de sauvegarde, une fois la société entrée en procédure collective.

Les deux restructurations successives de Solocal Group

La restructuration de Solocal Group illustre, comme CGG, la tentation des dirigeants à réaliser coûte que coûte une augmentation de capital de la dernière chance, faute de parvenir à obtenir des concessions suffisantes de la part de leurs créanciers.

Solocal Group est la société mère notamment de Pages Jaunes dont les activités appartenaient précédemment au groupe France Telecom. Solocal Group est une entreprise de recherche d'informations locales, de mise en relation et la publicité locale, sur Internet, mobile et imprimé. Solocal Group souffre de la concurrence accrue des nouveaux acteurs du numérique sur son secteur, à commencern par Google.

Solocal Group souffre par ailleurs d'une situation financière historiquement difficile. En 2006, France Telecom a vendu sa participation majoritaire dans le Groupe Pages Jaunes au fonds d'investissement KKR et à la banque Goldman Sachs. Ces derniers acquièrent la société au prix d'un fort endettement dans le cadre d'une opération dite de LBO. Après plusieurs distributions de dividendes exceptionnelles au profit des actionnaires à l'initiative de KKR et de Goldman Sachs, la société a fait l'objet de nombreuses opérations de refinancement et de restructuration : une première restructuration en 2011 conduisant à une extension partielle de la maturité de la dette arrivant à échéance en novembre 2013 pour la porter à septembre 2015, conjointement à une émission obligataire de 350 millions d'euros devant permettre de refinancer partiellement une partie de cette dette.

La société a fait l'objet ensuite d'une seconde restructuration en 2012 en vue d'obtenir une deuxième extension de la maturité pour la quasi-totalité de la dette bancaire. Les négociations se sont tenues dans le cadre d'un *mandat ad hoc*.

La société a fait ensuite l'objet d'une troisième restructuration en 2014 conduisant à l'approbation d'un plan de sauvegarde financière accélérée. Aux termes de ce plan, la société a entrepris un plan de refinancement comprenant une augmentation de capital de 440 millions d'euros, souscrite par ses actionnaires au prix de 0,5 centime soit l'équivalent de 15 euros après le regroupement d'actions (dont une tranche réservée de 79 millions et une autre avec maintien du droit préférentiel de souscription de 369 millions) dans le seul but de payer le passif existant ! Cette opération devait conduire à une dilution importante des actionnaires

ne souscrivant pas (de l'ordre de 76%). 91% du produit de l'augmentation de capital fut alloué au remboursement de la dette[88].

En contradiction avec la théorie du *debt overhang*, l'augmentation de capital a été sursouscrite à hauteur de 254,83%[89]. Un an plus tard, la société encourageait ses salariés à souscrire à une augmentation de capital au prix de 16,80 euros. Pourtant, dès juin 2016, la société ouvrait un *mandat ad hoc* pour restructurer à nouveau sa dette. Solocal Group a justifié cette nouvelle opération de restructuration sur sa dette par la fermeture du marché obligataire, rendant impossible le refinancement de la dette tel que prévu par la restructuration établie en 2014. En réalité, la fermeture du marché devait probablement résulter de la défiance du marché à l'égard de la société.

Après plusieurs rebondissements, les renégociations ont permis à la société de réaliser en mars 2017, les créanciers et les actionnaires s'accordaient sur une restructuration en profondeur de son bilan, en dehors d'une procédure collective qui prévoyait :

- une augmentation de capital de 400 millions d'euros, destinée à nouveau, quasiment entièrement au remboursement du passif existant. Cette augmentation de capital fut extrêmement dilutive pour les actionnaires qui ne participèrent pas à l'opération. Le prix de souscription fut fixé à 1 euro seulement par action,
- une conversion d'une partie de la dette en actions, mais à des termes moins avantageux que ceux de l'augmentation de capital en numéraire, actant ainsi la cristallisation d'une perte pour les créanciers qui furent ainsi invités à faire des concessions qu'ils n'avaient pas fait dans des termes similaires en 2014.

Grâce à une disposition des termes et conditions de l'emprunt obligataire *high yield* contracté par une société affiliée à Solocal Group, PagesJaunes Finance & Co S.C.A. une majorité des porteurs d'obligations a par ailleurs autorisé, le transfert du prêt établi entre Solocal Group et la société émettrice des obligations, leur permettant ainsi de détenir directement une créance sur Solocal Group et non plus sur PagesJaunes Finance & Co S.C.A. Ainsi, les porteurs des Obligations sont devenus créanciers de Solocal Group à hauteur d'un montant en principal égal au montant en principal des Obligations qu'ils détenaient immédiatement avant la répartition. De cette manière, les porteurs d'obligations ont été en mesure de continuer à participer directement aux discussions que Solocal Group a initiées avec l'ensemble de ses créanciers. La subordination structurelle opérée par l'effet de faire émettre par une entité affilée à la société tête de groupe les obligations, était donc toute relative. Ce mécanisme a, toutefois, grandement facilité la restructuration des obligations.

En dépit de la conversion massive de la dette en actions, il n'y a pas eu changement de gouvernance de l'entreprise et, sitôt l'augmentation de capital réalisée, un grand nombre d'actionnaires ont cédé leurs actions sur les marchés. À ce jour, le cours de l'action est légèrement supérieur au prix de souscription de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.

49. – **Un nouveau paradigme ou l'importance de pouvoir, dans le futur, organiser des**

[88] Communiqué de presse de Solocal Group du 13 février 2014.
[89] Boursier.com « *SolocalGroup : l'augmentation de capital a été très largement sursouscrite* », 4 juin 2014.

offres publiques d'échanges et de réduire le risque d'augmentations de capital ruineuses. Compte-tenu des changements macro-économiques en cours et du développement des marchés financiers, la restructuration financière des grandes entreprises devrait changer de physionomie à l'avenir. Ainsi, sauf à ce que les entreprises françaises réussissent à organiser des offres publiques d'échanges de titres obligataires en actions (étant précisé que l'accord de 90% en valeur des obligataires est considéré être un succès aux Etats-Unis) :

> 1°) les entreprises de taille significative seront systématiquement obligées, du fait de leur structure financière de plus en plus complexe, de recourir à une procédure collective coûteuse. Le cas échéant, ce recours se fera postérieurement à l'échec d'une augmentation de capital de la dernière chance, ruineuse par définition pour les actionnaires ;
>
> 2°) les augmentations de capital pourront de moins en moins être une solution de compromis pour traiter les difficultés financières, en l'absence de concessions suffisantes des créanciers ; de plus, en raison de l'éclatement progressif de la structure du capital de sociétés françaises, à l'image de la situation aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ces augmentations de capital devraient de plus en plus être difficiles à organiser, faute de soutien d'actionnaires de référence (sauf à ce que les créanciers garantissent la réalisation des augmentations en capital, en échange de l'utilisation du produit aux fins de rembourser le passif, comme dans Solocal en 2014, solution encore plus ruineuse pour les actionnaires) ; l'Etat pourrait se retrouver à être de plus en plus sollicité pour porter au secours des grandes entreprises en difficulté.

50. – **Pour toutes ces raisons, il faut s'interroger sur les raisons de l'absence d'offres publiques d'échanges en France.** Le cadre d'analyse étant posé, il est nécessaire à présent de dérouler les différentes étapes du raisonnement permettant de faire le lien entre les lacunes du droit français et l'impossible tenue d'une offre publique d'échanges de titres obligataires en actions.

PARTIE II : LE LIEN ETROIT ENTRE INEFFICACITE DU DROIT, ABSENCE D'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE ET RECAPITALISATIONS DE LA DERNIERE CHANCE

A) L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE : UN SUCCES IMPOSSIBLE EN L'ABSENCE D'UN DROIT DES ENTREPRISES EN DIFFICULTE INEFFICACE.

1er constat **: Le pouvoir de négociation d'un dirigeant d'entreprise, souhaitant obtenir de ses créanciers obligataires l'échange de leurs titres en actions dans le cadre d'une offre publique, dépend fortement de la crédibilité de la menace de l'ouverture d'une procédure collective en cas d'échec de l'offre. L'absence d'offres publiques d'échange d'obligations en actions en France est révélatrice de l'incapacité de la procédure collective à renforcer le pouvoir de négociation du dirigeant, en amont de la procédure collective. Si le droit n'offre aucun levier au dirigeant pour, à la fois, contraindre et convaincre ses créanciers obligataires à accepter son offre publique d'échange, le dirigeant reste condamné à réviser ses ambitions à la baisse et à se contenter d'un**

simple rééchelonnement de la dette, ou pire, à ouvrir une procédure collective.

51. – Compte tenu des conséquences probablement désastreuses de cette impossible ambition de réduire la dette obligataire de manière suffisante à l'amiable ou de l'ouverture de plus en plus systématique d'une procédure collective, une analyse des causes de l'absence d'offre publique d'échanges d'obligations en action est impérative. Afin de comprendre cette singularité du marché français de la restructuration de dette obligataire, au regard de la pratique américaine, il faut rappeler qu'une offre publique est avant tout chose une pollicitation à l'initiative du débiteur. Avant son lancement, son contenu donne lieu à une négociation entre, d'une part, les dirigeants de l'entreprise et, d'autre part, des représentants des obligataires à condition que ces derniers parviennent à se coordonner. Il est important de s'attarder sur la dynamique de négociation qui s'opère à ce moment-là, entre les parties à la négociation. Dans la mesure où l'alternative à la restructuration amiable est le défaut du débiteur, il est logique que cette dynamique de négociation soit fortement influencée par les règles de la procédure collective qui devraient prendre le relais en cas de défaut de l'émetteur (sauf à penser que ce dernier, de manière improbable, laisse dans cette hypothèse ses créanciers saisir ses actifs). On soupçonne dès lors que l'absence d'offres publiques en France a une ou plusieurs causes juridiques. Le droit doit indirectement contraindre les dirigeants d'entreprise (mais aussi également parfois les créanciers qui peuvent être également désireux de pousser en faveur d'une restructuration profonde du bilan) à réviser leurs ambitions à la baisse et à ne demander que des modifications des termes du contrat d'émission pouvant être légalement approuvées par la masse des obligataires[90]. Pour ces raisons, une évaluation précise de l'influence du cadre juridique français sur la nature des concessions demandées par les grands émetteurs à leurs obligataires est nécessaire, en particulier du droit des sociétés, du droit boursier et du droit des entreprises en difficulté.

52. – **En ce qui concerne le droit des sociétés, les règles françaises encadrant les conditions dans lesquelles une augmentation de capital peut être réalisée ne semblent pas être de nature à expliquer l'absence d'offre**. L'offre publique d'échange d'obligations contre des actions entraîne une augmentation de capital de la société. À cet égard, le droit français, conformément au droit européen, prévoit systématiquement, qu'en cas d'augmentation de capital, que ce soit par un apport en nature, en numéraire ou une conversion de la dette en actions, l'accord des actionnaires réunis en assemblée générale est nécessaire. Cet accord peut toutefois prendre la forme d'une délégation de compétence au profit du conseil d'administration, étant précisé que les modalités d'une telle délégation sont encadrées par la loi[91]. Un émetteur français qui souhaiterait organiser une offre publique d'échange d'obligations en actions ne pourrait donc pas se dispenser de réunir ses actionnaires, sauf à bénéficier d'une délégation de compétence. Dans cette hypothèse, le conseil d'administration aurait la possibilité de réaliser une offre publique d'échange, sous réserve qu'elle ne conduise pas à une dilution des actionnaires au-delà du seuil du plafond imposé par ses actionnaires lors de l'approbation de la délégation de compétence[92]. En pratique, les investisseurs, conformément aux recommandations des *proxy advisers*,

[90] Un changement de la date de maturité ou du montant du taux d'intérêt ne doit cependant pas être significatif, au point de s'apparenter à une réduction du montant du principal du titre obligataire sur un plan économique, supposée nécessiter un accord à l'unanimité des porteurs d'obligations en droit français.

[91] C. com., art. L. 225-129-1 et suivants. La délégation peut avoir lieu au profit, non seulement, du conseil d'administration mais aussi au profit du directoire. Ces derniers peuvent seulement fixer les modalités de l'émission des titres. La durée de la délégation est limitée à 26 mois.

[92] Les augmentations réalisées en rémunération des titres à 'une offre publique d'échange sont régies par l'article L.225-148 du Code de commerce, ce qui leur permet d'échapper à la procédure des apports en nature, régi par l'article L.225-147 du Code de commerce.

prévoient toujours un plafond relativement bas. Il serait ainsi difficile de recourir à la délégation de compétence lorsque les créanciers sont appelés à échanger leurs obligations contre des actions. En principe, la conversion des créances en actions d'une société en difficulté entraîne une dilution importante des droits des actionnaires. La tenue d'une assemblée générale sera probablement nécessaire. En d'autres termes, lors des négociations pourtant sur le contenu de l'offre publique, le dirigeant et les obligataires doivent nécessairement tenir compte, par anticipation, de la nécessité de convaincre les actionnaires de se faire diluer, parfois massivement.

53. – **L'analyse des règles américaines applicables aux émissions d'actions nouvelles confirme toutefois que les règles françaises en la matière n'expliquent pas l'absence d'offre.** S'il est vrai qu'aux États-Unis, les dirigeants ont, semble-t-il, plus de latitude pour organiser des augmentations de capital sans l'accord de leurs actionnaires, du moins au regard des dispositions du droit des sociétés de l'État du Delaware[93]. Cette affirmation doit être cependant fortement nuancée lorsqu'il s'agit d'entreprises cotées sur les marchés financiers. En dépit du droit des sociétés applicable, tant les règles du New York Stock Exchange (« NYSE ») que les règles du Nasdaq, obligent une société cotée à obtenir l'accord de ses actionnaires avant l'émission d'actions ordinaires (ou de valeurs mobilières composées) soit 1°) lorsqu'elles donnent droit à 20% ou plus du capital de la société, soit 2°) lorsque cette émission est susceptible d'entraîner un changement de contrôle[94]. Ces règles ne s'appliquent pas en cas d'augmentation de capital réservée au profit de tiers, à la condition que le prix de souscription ne soit pas inférieur au cours de bourse. Les règles du NSYE prévoient cependant une exception lorsque la tenue d'une assemblée générale mettrait en danger la viabilité financière de la société, compte tenu du temps nécessaire pour réunir l'assemblée générale. Au moment de l'éclatement de la crise financière aux États-Unis en 2008, plusieurs entreprises ont eu recours à cette exception afin de faciliter la réalisation d'émissions d'actions nouvelles réservées à personne dénommée (*private investemens in public equity ou* PIPE). Les PIPEs permettent en effet l'injections rapides d'argent frais[95].

54. – **En ce qui concerne le droit boursier, les règles françaises encadrant les offres publiques d'échange d'obligations en actions ne semblent pas être non plus de nature à expliquer l'absence d'offres**. Elles ne sont pas *a priori* plus contraignantes que les règles américaines. À noter toutefois que les règles relatives à la tenue d'offres publiques obligatoires n'ont pas d'équivalent en droit américain. Le droit français, comme le droit européen, met à la charge des investisseurs une obligation de déclencher une offre publique sur les actions d'une société admises sur les marchés réglementés français, en cas de dépassement des seuils (30% ou seuil de 1% sur douze mois entre 30% et 50%)[96]. Il n'est pas rare que la conversion de créances en actions d'une entreprise en difficulté conduit à une modification du contrôle de l'entreprise. Les textes prévoient cependant une dérogation à l'obligation de déposer une offre, justement lorsque l'entreprise connaît des difficultés[97]. En

---

[93] M. Ventoruzzo, « *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis* », 2013, page 519, disponible sur http://elibrary.law.psu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1279&context=fac_works.
[94] Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, « *Distressed Mergers and Acquisitions* », 2013, p. 17 : NYSE Listed Company Manual §312.03 (c) and NASDAQ Listing Rule 5635.
[95] *Ibid.*
[96] Règlement général de l'AMF, art. 234-2. L'octroi de la dérogation est heureusement indépendant de l'état de cessation des paiements de la société considérée. Il n'est donc nullement nécessaire que celle-ci soit dans l'incapacité de faire face à son passif exigible avec son actif disponible que pour la dérogation soit accordée, il suffit que les difficultés soient avérées et que la continuité de son exploitation soit en péril.
[97] Règlement général de l'AMF, art. 234-9.

pratique, cette dérogation est obtenue sans grande difficulté lorsque la gravité des difficultés financières de la société ne fait pas débat[98]. Un dirigeant qui anticipe que le succès de l'offre devrait entraîner un changement de contrôle de l'entreprise, ne devrait pas avoir de difficulté à obtenir, en amont, une dérogation auprès de l'AMF. Le régime des offres publiques ne semble donc pas à l'origine de l'absence d'offres.

55. – **En ce qui concerne le droit des entreprises en difficulté**, **nous pensons que la plus faible marge de négociation des dirigeants d'entreprises françaises trouve essentiellement son origine au niveau du droit des entreprises en difficulté**. En cas d'échec des négociations entre un débiteur et ses créanciers, la procédure collective est la première alternative qui s'offre au débiteur avant toute autre solution. Dans la mesure où les obligataires sont libres de participer à l'offre publique puisque la règle de l'unanimité s'applique, il est important que le dirigeant puisse convaincre que le succès de l'offre publique est une issue davantage souhaitable que l'ouverture d'une procédure collective. Les obligataires décident de participer ou non à l'offre publique pour ainsi dire « dans l'ombre de la procédure collective ». L'absence d'offre publique en France laisse donc supposer que le droit des entreprises en difficulté ne permet pas de créer un effet incitatif, suffisamment fort vis-à-vis des obligataires, pour encourager les parties à s'accorder sur des concessions significatives conduisant à une réduction de la dette, et pas simplement à un étalement. Autrement dit, si le législateur devait souhaiter à l'avenir encourager l'organisation d'offre publique d'échange d'obligations en actions, il devrait, en modifiant les règles de la procédure collective, se donner comme mission :

> 1°) de rendre la menace d'ouverture d'une procédure collective, en cas d'absence ou d'échec de l'offre publique, suffisamment crédible afin de mettre le dirigeant d'entreprise dans une position de force vis-à-vis de ses créanciers qui pourraient refuser les concessions significatives lors des négociations ; si la menace n'est pas crédible au regard d'une analyse des coûts-bénéfices de la procédure collective du point de vue de l'entreprise, le dirigeant n'aura pas d'autre choix que de réviser ses ambitions à la baisse, et proposer d'autres solutions alternatives à une restructuration en profondeur du bilan de l'entreprise.
>
> 2°) de faire en sorte que les obligataires puissent être convaincus, qu'en participant à l'offre publique, ils tirent collectivement profit au moins d'une partie de l'économie de coût réalisée par l'entreprise du fait qu'elle échapperait à la procédure collective en cas de succès de l'offre ; si l'avantage de pouvoir échapper à la procédure collective n'est pas perçu comme un bénéfice évident pour un certain nombre d'obligataires, le dirigeant devra réviser également ses ambitions à la baisse et ce, afin de garantir la restructuration.

56. – À présent, voyons, dans quelle mesure les règles de la procédure collective en France n'aident pas l'entreprise à atteindre ces deux objectifs : contraindre et convaincre les créanciers obligataires.

2ème constat **: La procédure collective ne permet pas au dirigeant de contraindre ses créanciers obligataires à accepter des concessions significatives, car elle n'offre aucun moyen d'autoriser unilatéralement une réduction du montant de la dette obligataire de l'entreprise. Par ailleurs, la procédure collective française n'offre aucune protection pour faciliter le financement de l'entreprise pendant sa période d'observation, période**

[98] Les Echos, « *Latécoère prend un nouveau départ* », le 24 aout 2015.

pourtant cruciale pour préparer un plan alternatif, en cas d'échec de l'offre publique. Dans ces conditions, le dirigeant n'est pas incité à obtenir des concessions significatives de la part de ses obligataires.

57. – **La capacité du dirigeant à menacer de manière crédible ses créanciers obligataires afin d'obtenir des concessions significatives, requiert que l'entreprise tire un bénéfice certain à ouvrir une procédure collective en cas d'échec de la procédure collective**. Si le bénéfice n'est pas évident, le pouvoir de négociation du dirigeant avec ses créanciers sera plus faible. À cet égard, le bilan coût-bénéfice de l'ouverture d'une procédure collective est déterminé essentiellement en fonction de trois facteurs :

- l'entreprise doit pouvoir en ouvrant une procédure collective être protégée contre les initiatives individuelles des créanciers cherchant à se faire rembourser, et ce, dès le jour même de la constatation de l'échec de l'offre publique d'échange (« Condition n°1 »),

- l'entreprise doit être en mesure d'imposer, en procédure collective, aux obligataires une diminution importante du niveau de leur dette (« Condition n°2 »),

- le coût de l'ouverture d'une procédure collective pour une entreprise doit être le plus réduit possible par rapport aux bénéfices escomptés (« Condition n°3 »).

58. – **Le très faible nombre en France de procédures collectives ouvertes par les entreprises de taille significative laisse envisager que le coût de la procédure collective dépasse largement les bénéfices escomptés**. L'introduction récemment de la procédure de sauvegarde financière accélérée et de la procédure de sauvegarde accélérée atténue la portée de ce propos. Analysons ainsi chacune des conditions précitées :

1°) **Concernant la Condition n°1 requérant que le débiteur soit protégé contre les actions initiées par les créanciers dès l'ouverture d'une procédure, nous pouvons considérer qu'elle est remplie**. Dès le lendemain de l'échec d'une offre publique d'échange, ou du constat de l'impossibilité de lancer une offre publique d'échange ayant des chances d'aboutir, un dirigeant d'entreprise peut solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde[99]. La loi n'impose à l'entreprise désireuse d'ouvrir une procédure de sauvegarde aucun critère financier précis[100]. De ce point de vue, la procédure de sauvegarde présente un avantage indéniable par rapport à la

[99] Cass. Com., 8 mars 2011, n°10-13.988. La loi est très souple sur les critères d'ouverture de la procédure de sauvegarde, comme l'illustre l'affaire *Cœur Défense*. Pour ne pas complexifier davantage la démonstration, la sauvegarde accélérée et la procédure de sauvegarde financière accéléré, prévues par les articles L. 628-1 et L. 628-9 du Code de commerce, ne seront pas abordées en détail. Ces dernières peuvent, certes, être ouvertes par le dirigeant d'une entreprise, même de taille significative. Elles requièrent préalablement l'ouverture d'une procédure de conciliation. Elles ne présentent pas nécessairement un intérêt certain pour l'entreprise, par rapport à une procédure de sauvegarde. Si la procédure de sauvegarde accélérée et la procédure de sauvegarde financière accélérée présentent l'intérêt de pouvoir se dérouler sur une courte période, l'exemple de la procédure de sauvegarde de Technicolor (dont la durée a été limitée à 4 mois), montre que cet avantage n'est pas si déterminant, même pour une société cotée. Le stigma lié à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde financière accélérée est toutefois moindre, semble-t-il, que dans le cas de l'ouverture d'une procédure classique, dans la mesure où les créanciers fournisseurs ne sont pas impliqués dans les négociations.

[100] L'article L.620-1 du code de commerce exige seulement que le débiteur ne soit pas en cessation des paiements et qu'il justifie de difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter.

procédure de redressement judiciaire dont l'ouverture nécessite d'attendre l'état de cessation des paiements de l'entreprise, ce qui suppose de constater un défaut sur la dette de l'entreprise. Par ailleurs, la procédure collective présente l'intérêt de protéger l'entreprise débitrice grâce à l'arrêt des poursuites qui s'applique en principe à tous les créanciers. Cet arrêt des poursuites interdit aux créanciers de réaliser par exemple leurs sûretés. Dans ces conditions, le dirigeant a l'assurance de ne pas subir le démantèlement de son entreprise, en cas d'échec de l'offre. Cette affirmation doit cependant être atténuée compte tenu de la multiplication ces dernières années des exceptions à la règle de l'arrêt des poursuites. L'introduction, en particulier de la fiducie-sûreté, pouvant désormais, sans frottement fiscal, porter sur des actions d'une entreprise, marque un tournant dont nous ne maîtrisons pas encore les conséquences[101]. À ce jour, à notre connaissance, aucune société cotée a offert en fiducie les actions de ses filiales opérationnelles, ce qui poserait par ailleurs, la question de l'adéquation d'une telle mesure avec les règles de droit boursier en matière d'offre publique obligataire. En dépit de ces dernières évolutions, la Condition n°1 doit être bien considérée comme remplie.

2°) **Concernant la Condition n°2 requérant que la société puisse imposer à ses créanciers, une réduction du montant de la dette,** nous pouvons considérer que la condition n'est pas remplie pour les raisons suivantes :

a) En procédure de sauvegarde (tout comme en procédure de sauvegarde accélérée, en procédure de sauvegarde financière accélérée et en procédure de redressement judiciaire), quelle que soit l'étendue de ses difficultés, l'entreprise ne peut imposer de manière unilatérale une réduction du montant de la créance des obligataires, sans l'accord de ces derniers, réunis en assemblée générale spéciale, à la majorité des deux tiers. Même s'il ne fait aucun doute que les perspectives de trésorerie futures ne permettront pas à terme à l'entreprise de rembourser son emprunt obligataire, la société ne peut imposer une telle mesure à ses obligataires en procédure collective. Le consentement de la majorité qualifiée des créanciers obligataires réunis dans une assemblée spéciale unique est indispensable. Au mieux le dirigeant du débiteur peut obtenir du tribunal un rééchelonnement d'office de l'emprunt obligataire sur dix ans, au taux d'intérêt applicable initialement, et permettre à l'entreprise de ne pratiquement rien acquitter au cours des deux premières années du plan[102]. Par hypothèse, cette mesure est insuffisante pour garantir la pérennité de l'entreprise. Un rééchelonnement d'office de la dette obligataire par le tribunal, peut-être toutefois une perspective plus réjouissante que pas d'accord du tout.

b) La procédure de sauvegarde (comme la procédure de sauvegarde accélérée et la procédure de sauvegarde financière accélérée) n'autorise pas le dirigeant d'entreprise à procéder à un plan de cession d'actifs conduisant à une éviction des créanciers obligataires (ainsi que des actionnaires), une telle alternative aurait pourtant été un moyen de faire pression sur les obligataires. Seule la procédure de redressement judiciaire l'autorise. Dans cette hypothèse, la

[101] C. com., art. L.622-21 et L.622-17 I.

[102] C. com., art. L.622-21. La loi précise que le premier paiement doit intervenir dans l'année de l'adoption du plan et qu'au-delà de la deuxième année les annuités ne peuvent pas être inférieures à 5% du montant de la créance admise.

menace est réelle pour les obligataires, dans la mesure où le droit français n'oblige pas le tribunal de commerce à allouer les actifs, en plan de cession, au meilleur offrant, au nom de la préservation de l'emploi[103]. Les obligataires peuvent ainsi tout perdre en plan de cession. Dans la mesure où une entreprise cotée ne souhaitera jamais attendre la cessation des paiements pour ouvrir un redressement judiciaire, particulièrement douloureux pour elle et son image, l'efficacité de la menace d'un plan de cession sur les obligataires devrait être relative. La portée de cette affirmation doit être atténuée compte tenu de l'introduction du « pre-pack cession » par l'Ordonnance du 12 mars 2014. Ce nouveau mécanisme permet l'organisation de la cession des actifs de l'entreprise en amont de la cessation de paiement du débiteur. Cependant, il ne semble pas suffisant dans la perspective de contraindre les obligataires d'une société cotée à faire des concessions significatives. Les modalités de l'organisation de la cession imposées par la loi paraissent trop contraignantes pour une société cotée[104]. L'obligation inscrite dans l'ordonnance d'organiser un processus concurrentiel entre plusieurs repreneurs potentiels rend difficile l'organisation d'un pre-pack cession parallèlement à l'organisation d'une offre publique, et ce, afin de parer à l'éventualité de l'échec de cette dernière… Pour ces raisons, la Condition n°2 ne paraît donc pas remplie.

3°) **Concernant la Condition n°3 relative à l'exigence d'un faible coût de l'ouverture d'une procédure collective pour le débiteur**, cette condition nous paraît également difficilement pouvoir être remplie. Le stigma de la procédure collective sur les entreprises est encore très important, même si le succès de la procédure de sauvegarde, ouverte par Technicolor, est de nature à atténuer la portée de cette affirmation. De manière générale, le signal négatif adressé aux fournisseurs et aux clients de l'entreprise varie selon le secteur d'activité de l'entreprise, son niveau de difficulté et la manière, avec laquelle, le dirigeant prépare l'ouverture de la procédure collective, en amont avec ses créanciers. Ce coût difficilement appréciable s'accroît lorsque les fournisseurs et les clients anticipent que les règles de la procédure collective ne permettent pas véritablement de donner une seconde

---

[103] C. com., art. L.642-5 : le « *tribunal retient l'offre qui permet dans les meilleures conditions d'assurer le plus durablement l'emploi attaché à l'ensemble cédé, le paiement des créanciers et qui présente les meilleures garanties d'exécution* ». En plaçant le critère de l'emploi en premier de l'article, le législateur indique clairement au juge sa priorité.

[104] Cette procédure doit s'organiser dans le cadre confidentiel de la procédure de conciliation. Elle n'a pas été pensée pour les sociétés de taille significative dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé. En effet, compte tenu du risque d'éviction des investisseurs hors procédure collective par l'effet de la cession des actifs, le droit impose que le tribunal, intervenant *a posteriori* pour homologuer la cession des actifs, vérifie qu'un processus de vente concurrentiel, sous forme d'appel d'offres organisé par le débiteur et ses conseils, a bien eu lieu. Un tel processus paraît très difficile à mettre en place lorsque la société est cotée, surtout vis-à-vis des créanciers qui voudront pouvoir contrôler le processus. Par ailleurs, il n'est pas du tout évident que la société puisse trouver un repreneur pour ses actifs de cette manière. Les fonds opportunistes préfèrent acquérir l'entreprise par la dette. La loi ne précise pas si les créanciers peuvent se porter acquéreurs des actifs, étant précisé que la France ne connaît pas le « *credit bid* » comme aux États-Unis, dans la mesure où elle exclut la cession des actifs au profit des créanciers, dits contrôleurs (comme au dirigeant et aux actionnaires), de crainte qu'il y ait des fraudes (*Cf.* S. Vermeille, A. Bézert, « *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ?* », RTDF, n°4 (2013), n°1 (2014), spec. §61). Plus la taille de l'entreprise est significative, plus la probabilité de trouver un tiers susceptible de reprendre l'ensemble des actifs de l'entreprise est faible. Enfin, la compatibilité de ces règles avec le droit boursier paraît délicate en cas d'usage de cette procédure, *a priori* confidentielle, pour une société cotée.

chance aux entreprises. C'est le cas de la procédure collective en France dans la mesure où il est de notoriété publique que les entreprises qui émergent de la procédure collective ne parviennent pas à rebondir et font ensuite l'objet d'une liquidation[105]. Cette situation crée une spirale négative qui nuit gravement aux intérêts de la société. La perception par les tiers de l'incapacité du droit à faire véritablement rebondir l'entreprise réduit encore davantage l'intérêt de la procédure collective. Les fournisseurs et établissements bancaires sont incités à prendre des mesures, dès l'annonce des premières difficultés du débiteur, dans l'anticipation de la rechute de celui-ci, ce qui contribue à aggraver les conséquences de la chute avant même de parler de rechute [106]. En France, l'effet dépressif autour de la procédure collective est si grand, qu'il est extrêmement difficile pour un débiteur de financer sa période d'observation, en dépit de l'instauration, par le législateur, d'un privilège de procédure. Les conséquences sont particulièrement sévères pour les sociétés compte tenu de l'importance de pouvoir en période d'observation, avoir la possibilité de financer les mesures de restructuration par nature difficiles. Pour ces raisons, la Condition n°3 ne paraît donc pas remplie.

59. – L'importance pour le débiteur de pouvoir financer sa période d'observation mérite que nous nous attardions sur la question des privilèges accordés aux apporteurs d'argent frais afin de bien comprendre dans quelle mesure la Condition n°3 n'est pas réalisée. Quel que soit le pays considéré, il est fréquent que le droit encourage l'apporteur d'argent frais en procédure collective par l'octroi d'un privilège. Ce privilège permet à l'apporteur de fonds d'être remboursé par priorité par rapport aux créanciers antérieurs à la procédure collective. Le rang de priorité accordé par loi se justifie compte tenu de l'incapacité des créanciers de l'entreprise à s'organiser dans les premiers jours de l'ouverture de la procédure collective. Même si la viabilité de l'entreprise ne fait aucun doute et que les créanciers ont tout intérêt à éviter au débiteur de connaître une crise de liquidité qui aggraverait leurs pertes, dans les premiers instants qui suivent l'ouverture d'une procédure collective, il existe une incertitude légitime sur l'étendue des difficultés du débiteur et des problèmes de coordination importants entre créanciers. Cette situation explique le risque de défaillance de marché, c'est-à-dire son incapacité à fournir spontanément de nouveaux financements à l'entreprise[107]. L'apport d'argent frais est souvent indispensable à l'entreprise pour préparer son rebond[108]. À cet égard, notre intuition est la suivante : la quasi-certitude pour un

[105] *Cf. infra* § 153.

[106] Cette situation explique la tentation du législateur, ces dernières années, de résoudre le problème en instaurant de nouvelles procédures plus souples comme la procédure de sauvegarde accélérée et la procédure de sauvegarde financière accélérée. C'est cependant oublier que l'efficacité des procédures préventives dépend de l'efficacité des procédures collectives (B. Chopard, S. Vermeille, S. Postmouth. L. G. Sainte Marie, « *Partage des risques, partage de la valeur : étude des effets du droit des procédure collective sur le processus de renégociation amiable de la dette d'une société* », 2011, RTDF n°1).

[107] Ce privilège légal est nécessaire pour éviter une crise de liquidité liée à l'incapacité des créanciers de se coordonner entre eux afin de fournir d'eux-mêmes les fonds nécessaires permettant de réduire leur perte. Ceci s'explique par l'existence d'une situation de forte asymétrie d'informations entre l'entreprise et les créanciers ainsi que par des problèmes de coordination entre créanciers. Dans ces conditions, il n'est pas rare, et même fréquent, que les créanciers peinent à se coordonner entre eux pour financer l'entreprise, et ce, même s'il ne fait pas de doute que son activité est viable. Les créanciers ont en effet tout intérêt à le faire pour limiter les destructions de valeur entraînées par la procédure collective et réduire le montant de leur perte en cas de défaut.

[108] De manière générale, dès l'entrée en procédure collective, il est important qu'une société bénéficie d'un apport d'argent frais afin de financer le plan de restructuration et faire face à une augmentation de ses besoins en fonds de roulement. Les fournisseurs peuvent, en effet, être enclins à modifier pour l'avenir les termes et conditions de l'exécution de leurs prestations, en réduisant en particulier les délais de paiement. Durant cette période, l'entreprise a également besoin d'un apport d'argent frais afin de financer les premières mesures de

dirigeant, en cas d'échec de l'offre publique d'échange, d'avoir accès à une nouvelle source de financement dans le cadre de la procédure collective, en dépit du refus de ses créanciers antérieurs à la procédure de lui fournir ce financement devrait être de nature à encourager le dirigeant à demander des concessions significatives à ses créanciers obligataires en amont de la procédure collective. Le dirigeant sait alors qu'il dispose, durant la période d'observation, d'une marge de manœuvre lui permettant par exemple d'avoir le temps d'organiser la cession de son activité.

60. – Si la loi française a instauré un « privilège de procédure »[109], ce dernier n'est, en pratique, jamais utilisé en l'absence d'investisseur désireux de mettre à la disposition de l'entreprise des fonds durant cette période (au contraire, le privilège dit de « *new money* »[110] en procédure de conciliation connaît un plus grand succès). La procédure collective en France perd alors un intérêt certain pour l'entreprise qui souhaiterait en profiter. L'absence d'offre de financement pour les entreprises entrant en procédure collective doit alors être de nature à décourager un peu plus le dirigeant à demander des concessions significatives. La crainte d'une crise de liquidité en cas d'échec des négociations est un puissant moteur en faveur d'une stratégie d'évitement ou d'avancée à petits pas, lorsqu'il s'agit de restructurer sa dette. L'inefficacité du privilège légal tient essentiellement à deux raisons. Premièrement, au fait que le privilège de procédure collective peut être primé par d'autres privilèges[111]. Deuxièmement, au caractère imprévisible de la répartition du risque, comme évoqué par la suite. Il ne peut en effet y avoir de financement de la période d'observation, si le prêteur n'a pas la certitude d'être remboursé à l'issue de cette période. À défaut, il est demandé à l'investisseur de parier sur le retournement de l'entreprise, avant même l'adoption d'un plan de restructuration, ce que l'investisseur ne souhaitera pas faire, au moment de l'ouverture de la procédure collective, car il ne dispose pas encore de l'information nécessaire[112]. En conclusion, cette situation explique l'absence, en France, de marché du financement des entreprises en restructuration, équivalent au « *Debtor In Possession financing market* »

---

son plan de restructuration. Les créanciers habituels de la société sont en principe les mieux placés pour financer l'entreprise, compte tenu de leur meilleure connaissance de l'entreprise par rapport à des tiers.

[109] C.com., art. L. 622-17 et L. 641-13. C. Saint-Alary-Houin, « *Les privilèges de la procédure* », Petites Affiches, juin 2007, n°119.

[110] C. com., art. L. 611-11.

[111] Concernant la première raison, le privilège de procédure est primé par le super-privilège des salariés, prévu aux articles L.3253-2 et L.3253-3 du code du travail, ainsi que par les créances de salaire postérieures à l'ouverture de la procédure collective au titre de l'article L.622-17 du code de commerce. Ces sommes peuvent représenter des montants importants. À titre de comparaison, aux États-Unis, le privilège des salariés est limité à 12,000$ par an (D. Baird, *Elements of Bankruptcy, 6th (Concepts and Insights Series)*, 2014, Foundation Press).

[112] À cet égard, avoir la certitude d'être remboursé à l'issue de la période d'observation suppose : (1) en cas d'adoption d'un plan de continuation ou d'un plan de sauvegarde, l'octroi concomitamment d'un nouveau financement dans des proportions suffisantes pour assurer le remboursement du financement de la période d'observation, souvent coûteux pour l'entreprise et (2) en cas d'adoption d'un plan de cession de l'entreprise, qu'il n'y ait pas d'incertitude sur le fait que le prix de cession des actifs permettra de désintéresser l'apporteur d'argent frais qui a financé la période d'observation. En l'état actuel du droit français, le prêteur ne peut avoir cette certitude puisque : d'une part, un plan de continuation, tout comme un plan de sauvegarde, peut être adopté contre l'avis des créanciers, y compris les créanciers titulaires de sûretés ; le juge ayant la possibilité de provoquer si nécessaire un rééchelonnement forcé de la dette jusqu'à 10 ans (C.com., art. L. 626-18, et art. L.631-19, I par renvoi.) ; dans ces conditions, il est peu probable que le plan de continuation ou de sauvegarde s'accompagne d'un nouveau financement permettant de désintéresser le prêteur durant la période d'observation et, d'autre part, le juge a la possibilité de céder l'ensemble des actifs de l'entreprise en dehors de toute considération pour le prix, qui peut être dès lors insuffisant pour désintéresser le prêteur durant la période d'observation (C. com., art. L. 626-1, al. 3, et L. 631-22, al. 1er.).

américain[113]. Cette analyse confirme que la condition n° 3 n'est pas remplie.

3ème constat **: La procédure collective française, caractérisée par des règles complexes et antiéconomiques et une issue hautement aléatoire ne permettant pas aux créanciers de déterminer le gain financier que constitue pour eux une alternative à la procédure collective. Les dirigeants ne disposent donc d'aucun moyen pour convaincre les créanciers obligataires de l'intérêt que présente, pour eux, l'offre publique d'échange. L'absence de règles claires permettant d'anticiper et de comprendre comment la procédure collective française redistribuera les risques d'une manière à la fois prévisible, équitable et transparente accroît considérablement le risque de rejet d'une offre alternative d'échange par des obligataires pouvant, parfois, se laisser convaincre que l'ouverture d'une procédure collective leur sera plus favorable.**

61. – Le pouvoir de négociation du dirigeant et, en particulier, sa capacité à convaincre ses créanciers obligataires, nécessite que le dirigeant puisse démontrer aux obligataires que la proposition qui leur est faite dans le cadre de l'offre publique est meilleure que le maintien du *status quo*, compte tenu du risque de défaut du débiteur. C'est à cette condition que le dirigeant peut démontrer, qu'en participant à l'offre publique, les obligataires tirent profit d'une partie de l'économie de coût réalisée par l'entreprise du fait, qu'en cas de succès, elle parviendrait à échapper à la procédure collective. Cette économie correspond au coût de la procédure collective sur l'activité opérationnelle de l'entreprise et donc ses perspectives de trésorerie future. Plus, les créanciers obligataires seront en mesure d'apprécier par avance l'étendue de leurs droits dans la procédure collective et le lien entre l'échec de l'offre publique et leur taux de recouvrement, plus il devrait arriver à se persuader de participer à l'offre publique.

62. – La procédure collective ne doit donc pas conduire à un résultat arbitraire et/ou aléatoire du point de vue des obligataires. Tout arbitraire, ou aléa est susceptible de provoquer un désalignement d'intérêts entre, d'une part, une partie des obligataires qui peut avoir intérêt à l'ouverture d'une procédure collective dès lors qu'il existe une possibilité que l'issue de la procédure collective puisse leur être plus favorable que leur participation à l'offre publique et, d'autre part, les autres créanciers de la société qui ont collectivement intérêt à ce que l'entreprise échappe à la procédure collective, compte tenu de l'impact négatif de cette dernière sur l'activité de leur débiteur et, par extension, sur leurs chances de recouvrement. Pour cette raison, les règles de la procédure collective doivent faire en sorte que l'issue, en cas d'échec de l'offre, ne fasse pas de doute, autrement dit, que la répartition du risque porté par les investisseurs soit prévisible, transparente et équitable. À cet égard, ce sont les trois conditions essentielles retenues par le Fonds Monétaire International pour considérer qu'un droit des entreprises en difficulté est dit « efficace »[114]. Ainsi :

> 1°) une répartition **prévisible** du risque suppose que les obligataires puissent établir un lien étroit entre l'étendue des difficultés de l'entreprise et le niveau de leur perte en cas de défaut du débiteur. Ainsi, toute amélioration, ou inversement, toute aggravation de la situation du débiteur, devrait être immédiatement appréhendée par les obligataires et, à ce titre, être reflétée dans le prix auquel s'échangent les

[113] V. par ex. S. Chatterjee, et U. Dhillon, et G. Ramirez, « *Debtor-in-Possession Financing* », 2007, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, No. 12, pp. 3097-3112, 2004, disponible sur SSRN: http://ssrn.com /abstract =672321

[114] V. par ex. Fonds Monétaire International, « *Orderly & Effective Insolvency Procedures* », 1999.

obligations sur le marché secondaire (« Condition n°1 »).

2°) une répartition **équitable** des risques suppose que la procédure collective comporte un certain nombre de garde-fous, protecteurs des droits des investisseurs lorsqu'un plan est adopté sans leur consentement ; cette condition est nécessaire puisqu'à défaut, les règles permettant l'approbation d'un plan de redressement en procédure collective sans le consentement de certains investisseurs, au seul motif qu'une majorité aurait décidé autrement, sont susceptibles d'être arbitraires du point de vue des investisseurs et donc, par nature, imprévisibles (« Condition n°2 »).

3°) une répartition **transparente** des risques suppose que les règles de la répartition du risque soient compréhensibles pour les investisseurs, qu'ils puissent en conséquence comprendre les motivations de toute décision de justice chargée de les faire appliquer et qu'ils puissent faire tierce opposition de toutes les décisions qui affectent leurs droits (« Condition n°3 »),

63. – Nous revenons, dans un premier temps, sur chacune de ces trois conditions, sur un plan théorique, afin de mesurer, dans quelle mesure, le respect de chacune de ces conditions dépend également du respect des deux autres. Dans un second temps, nous analyserons les raisons pour lesquelles le droit français ne remplit aucune de ces trois conditions.

64. – **Concernant la Condition n°1 relative au caractère prévisible de la répartition des risques, le droit facilite les négociations si les investisseurs peuvent établir un lien direct entre l'étendue des difficultés financières du débiteur et le niveau de leur perte en cas de défaut**. De manière générale, plus la société se rapproche du défaut, plus ce lien devrait devenir étroit et plus le cours des obligations sur le marché secondaire devrait devenir sensible à l'évolution de la situation financière de la société, proche d'un défaut. Pour que ce lien puisse s'établir, l'ordre de priorité et d'absorption des pertes convenu initialement entre les créanciers financiers doit être respecté. C'est à cette condition que le cours auquel s'échangent les obligations sur le marché secondaire peut servir d'élément de comparaison valable au moment où les obligataires sont sollicités pour participer à l'offre initiée par le débiteur. Cette situation suppose :

1°) que les droits des investisseurs ne soient pas modifiés selon l'issue de la procédure collective. Le fait que la société fasse l'objet d'un plan de redressement ou d'un plan de cession devrait être indifférent et,

2°) les investisseurs soient répartis par classes avant l'approbation du plan de restructuration, c'est-à-dire en fonction de leurs droits économiques dans la société. Des créanciers ayant des droits différents, parce que par exemple, titulaires d'une sûreté, ne devraient pas faire partie de la même classe que les créanciers chirographaires. La procédure collective doit faire en sorte de traiter différemment les créanciers situés dans une situation différente. Le respect de l'ordre de priorité doit être absolu au sens où une classe de créanciers dit *junior*, ne devrait pas pouvoir percevoir un dividende au titre du plan de restructuration, si les créanciers *senior* n'ont pas été intégralement remboursés. C'est à cette condition que les créanciers seront encouragés à prêter aux entreprises (efficacité *ex ante*).

65. – **Concernant la Condition n°2 relative au caractère équitable de la procédure collective, il est équitable vis-à-vis de la collectivité des créanciers de pouvoir forcer l'approbation d'un plan de redressement en procédure collective, en dépit du refus de certains créanciers, si ces derniers font indûment obstacle à l'approbation d'un plan**

qui améliore pourtant le sort de la collectivité des créanciers. La certitude de la collectivité des créanciers que la procédure collective permettra à la société d'approuver un plan de restructuration, en dépit du refus de certains créanciers dissidents, est de nature à faciliter les négociations en amont d'une offre publique lorsque certains créanciers voudront, par exemple, monnayer leur participation. Le droit d'outrepasser le refus de certains créanciers doit être cependant encadré par la loi, et ce, afin d'éviter les expropriations arbitraires d'obligataires. À défaut, la Condition n°1, exigeant de rendre prévisible la répartition des risques, cesserait d'être remplie. Un juste équilibre doit ainsi être trouvé. Les conclusions suivantes peuvent être tirées :

1°) Lorsqu'une majorité d'obligataires, ayant strictement les mêmes droits qu'un ou des obligataires dissidents, approuve un plan de redressement en procédure collective, les obligataires dissidents ne devraient pas pouvoir en principe bloquer le plan. Dans cette hypothèse, le vote de la majorité devrait permettre d'outrepasser le refus de certains créanciers réfractaires. La majorité des obligataires est supposée agir dans l'intérêt de la collectivité des créanciers ayant des droits équivalents et donc des obligataires dissidents. Dès lors, les obligataires dissidents ne devraient pouvoir s'opposer au plan, qu'à la condition de faire la démonstration que la répartition du risque est alors vraiment injuste. Il est, en effet, sous-entendu que la majorité des créanciers, ayant les mêmes droits que les dissidents, peut ne pas toujours agir dans l'intérêt de la collectivité des obligataires. Elle peut en effet avoir des intérêts personnels cachés. Par exemple, si un créancier, titulaire d'une sûreté réelle, fait la démonstration que la valeur économique de sa créance, postérieurement au plan imposé, est inférieure à la valeur de marché de l'actif sous-jacent à sa sûreté réelle, le créancier devrait pouvoir légitimement s'opposer au plan, pourtant adopté par les créanciers disposant également un droit sur ce même actif sous-jacent. Autrement dit, les créanciers devraient pouvoir s'opposer au plan s'ils démontrent que leur taux de recouvrement de leur créance aurait été inférieur, en cas de liquidation de la société avec arrêt de son activité. Cette protection minimale accordée aux créanciers dissidents ne devrait pas poser de difficulté, à partir du moment où la viabilité de la société n'est pas en question. Dans cette hypothèse, la valeur liquidative des actifs de l'entreprise (« *liquidation value* ») est nécessairement inférieure à la valeur en redressement de la société (« *on going concern value* »). Le surplus de valeur généré par le redressement de l'entité est supposé être redistribué au profit de la collectivité des créanciers en fonction de l'ordre de priorité. De cette manière, les conditions, dans lesquelles, le ou les créanciers dissidents peuvent s'opposer à la décision d'une majorité de créanciers présumée représenter l'intérêt de la collectivité des créanciers aux droits identiques, restent prévisibles.

2°) Lorsqu'une série entière de porteurs d'obligations, voire la totalité des obligataires de la société, refusent de participer à une offre publique, alors que d'autres créanciers, parfois plus *senior* que les obligataires, ont accepté les termes de la restructuration globale et conditionnent leur accord définitif à l'accord de la collectivité des obligataires, ces derniers ne devraient pas pouvoir s'opposer en toutes circonstances à l'approbation d'un plan. Ainsi :

a) La procédure collective ne doit pas permettre à une classe entière d'obligataires d'avoir plus de droits en procédure collective vis-à-vis des autres créanciers financiers plus *senior* dans l'ordre de priorité, qu'elle n'en aurait eus, en dehors de la procédure collective. Autrement dit, une classe entière d'obligations ne devrait pas pouvoir faire bloquer le plan de

restructuration, s'il est démontré que la valeur en redressement de la société est inférieure au montant de la dette *senior* aux obligataires. À cet égard, la référence à la valeur d'entreprise en redressement, et non à la valeur liquidative, permet de garantir que les créanciers les plus *senior*, ne prendront pas systématiquement le contrôle de la procédure, sous prétexte qu'ils sont les premiers dans l'ordre de priorité. L'objectif est d'éviter que les créanciers les plus *senior* captent indûment, au détriment des créanciers plus *junior*, le surcroît de valeur généré grâce au redressement de la société par rapport à un scénario liquidatif. Ainsi, les obligataires, souvent plus *junior* que les établissements bancaires dans l'ordre des priorités, pourraient parfois prendre le contrôle de la procédure, sans avoir à systématiquement racheter préalablement la créance des créanciers *senior*. Il faut pour cela démontrer que la valeur de redressement est au regard des perspectives de trésorerie futures, supérieure au montant des créances des établissements bancaires plus *senior*. Cette référence à la valeur en redressement, et non à la valeur liquidative, pour pouvoir écarter une classe entière d'investisseurs différencie aujourd'hui le droit anglais (qui systématiquement fait référence à la valeur liquidative et donc favorise les créanciers *senior* titulaires de sûretés) et le droit américain (qui impose la référence à la valeur en redressement et donc améliore le taux de recouvrement des créanciers chirographaires)[115]. De cette manière, les conditions dans lesquelles il est possible d'approuver un plan, en dépit de l'opposition des obligataires, restent prévisible et la Condition n°1 reste remplie.

b) Le juge doit, si nécessaire, trancher les conflits sur la valeur d'entreprise en redressement de la société, à l'aide d'un expert indépendant. Pour l'aider dans cette tâche, il est préférable qu'un superviseur, comme l'administrateur judiciaire, soit systématiquement désigné par le tribunal[116].

c) C'est également en fonction du critère de la valeur de redressement qu'il doit être possible de forcer le consentement des actionnaires qui peuvent être réunis afin d'approuver l'émission d'actions nouvelles à remettre en échange du remboursement des obligations[117]. Il est en effet également important de pouvoir évincer également

---

[115] Contrairement au droit américain, le droit anglais des entreprises en difficulté prévoit de transférer systématiquement le contrôle au profit des créanciers *senior*, titulaires de sûretés de premier rang. V. S. Paterson, « *The adaptive capacity of markets and convergence in law: UK high yield issuers, US investors and insolvency law* », 2015, *The Modern Law Review*, 78 (3). pp. 431-460. ISSN 0026-7961, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2601581. *Cf. infra* § 119.

[116] Une telle obligation n'existe pas en droit américain. Sur ce point, notre recommandation rejoint celle de H. Eindemüeller, « *Contracting for a European Insolvency Regime* », 2017, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 341/2017, disponible sur SSRN : https://ssrn.com/abstract =2896340.

[117] La critique essentielle de cette proposition tient au fait que, dans cette situation, les actionnaires peuvent être évincés, alors même que juridiquement la société n'est pas encore en état de cessation des paiements. Certes, les actionnaires sont dépourvus de tout droit juridique sur la société qui peut conserver à ce moment-là une valeur d'option. *Cf.* S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bézert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », *op. cit.* L'inconvénient de la suppression des droits des actionnaires en dépit de leur valeur résiduelle, doit être mis en balance avec l'intérêt, pour une entreprise, de pouvoir restructurer son bilan en profondeur, suffisamment en amont des difficultés. L'objectif est alors pour l'entreprise d'être rapidement à nouveau compétitive en réalisant les investissements indispensables à son redressement. *Cf.* S. Vermeille, J. Martinez et F.-A. Papon « *La constitutionnalité du projet de loi « Macron » et l'éviction des actionnaires : la révolution n'a pas eu lieu* »

les actionnaires. À défaut, le débiteur pourrait être tenté, au moment de la préparation de l'offre publique, de demander aux obligataires de faire davantage de concessions que nécessaire, au regard de la situation financière du débiteur et de l'ordre de priorité, et ce, afin de s'assurer du soutien à l'offre des actionnaires réunis en assemblée générale. Le danger d'une telle situation est que les obligataires réalisent, qu'en cas de retournement de la situation de la société, les fruits ne bénéficient qu'aux actionnaires. Ce traitement favorable accordé aux actionnaires en violation de l'ordre de priorité serait un juste motif de refus par les obligataires de participer à l'offre publique.

Dans sa proposition de directive du 22 novembre 2016, la Commission européenne a fait des recommandations similaires [118].

L'émission de titres hybrides ou les risques de la poursuite de stratégies d'optimisation de la structure financière des entreprises

Le marché des *corporate hybrides* illustre l'intérêt d'un droit des entreprises en difficulté plus respectueux de l'ordre de priorité. Depuis 2013, le marché des *corporate hybrides*, c'est-à-dire des titres super subordonnés et des instruments de dette perpétuels est très actif en France. Ce marché concerne plus particulièrement des sociétés de taille significative notées A-, BBB+ ou BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's, « S&P ».

Recourir à des instruments hybrides est une manière d'optimiser sa structure financière. Ces instruments permettent de renforcer les fonds propres dans la mesure où ils bénéficient d'un traitement à 50/50 en fonds propres et en dette, à condition de respecter les conditions imposées par les agences de notation (telles que Moody's, S&P et Fitch). L'émission de produits hybrides peut être réalisée dans le seul but d'améliorer la notation de l'émetteur, l'objectif est dans un second temps de pouvoir grâce à cette meilleure notation, réduire le coût de la dette *senior*, payé par l'entreprise.

L'émission est ainsi réalisée, sans qu'il y ait d'événement en particulier dans la vie de l'entreprise qui justifie une telle émission, comme dans le cas d'EDF qui a procédé à huit émissions au cours des années passées[119]. L'émission peut être également concomitante à une augmentation de capital réalisée pour les besoins d'une acquisition significative, comme dans le cas de Suez en mai 2017[120]. D'autres entreprises plus fragiles, qui ne font pas l'objet d'une notation, ont parfois recours à ces *corporate hybrides*, pour des raisons comptables[121] ou afin de pouvoir s'assurer du respect des ratios financiers figurant dans leur documentation de prêt.

op.cit.

[118] La directive prévoit en particulier que si un plan n'est pas approuvé par la majorité des créanciers répartis en classes, il peut néanmoins être validé et imposé par une autorité judiciaire ou administrative aux classes de créanciers qui, après détermination de la valeur de l'entreprise, n'auraient droit à aucun paiement si le classement normal des priorités de liquidation était appliqué (art. 11). Le conflit sur la valeur de l'entreprise est tranché par la même autorité judiciaire ou administrative (art. 13).

[119] Source Société Générale.

[120] Note d'opération de la société Suez, visa n°17-200 du 16 mai 2017.

[121] En normes IFRS, le classement de l'instrument hybride se fera soit en dette, soit en capitaux propres, en fonction des clauses du contrat, notamment la présence d'un droit inconditionnel d'éviter de réaliser des décaissements de trésorerie pour l'émetteur, que ce soit pour régler des charges d'intérêt ou amortir la dette.

En cas d'ouverture d'une procédure collective, les entreprises émettrices de ce type de produits, auront à gérer des conflits d'intérêts multiples. Les produits hybrides, ayant la forme d'un titre obligataire, entreront alors directement en conflit avec les obligations plus *senior*, au sein de l'assemblée obligataire unique. Ils peuvent être mieux traités qu'ils ne le devraient, s'ils peuvent obtenir une minorité de blocage, au sein de l'assemblée générale unique des obligataires, comme dans l'affaires Technicolor. Ils peuvent inversement être moins bien traités que les actionnaires lorsque leurs droits peuvent être réduits à zéro au titre d'un plan de restructuration, par un vote de la majorité des obligataires *senior*, comme l'illustra l'affaire Belvédère[122].

66. – **Concernant la Condition n°3 relative à la transparence de la répartition des risques**, **les restructurations d'entreprises sont souvent synonymes d'attitudes coercitives parfois déloyales, en raison de la présence de parties prenantes aux intérêts opposés**. Les négociations peuvent ainsi être le lieu de confrontations très dures. Il importe, à un moment donné, que les institutions puissent rassurer les investisseurs sur le caractère effectif de la protection accordée à leurs droits acquis. Ainsi :

1°) les règles de la procédure collectives doivent être compréhensibles du point de vue des investisseurs,

2°) ces derniers doivent avoir un niveau d'information sur le débiteur suffisant. Ils doivent ainsi disposer du temps nécessaire pour digérer l'information relative au débiteur. À défaut, un créancier pourrait difficilement accepter de s'en remettre à la décision de la majorité, et ce, même si tous les autres créanciers devaient avoir des droits similaires à ceux du créancier dissident,

3°) lorsqu'un tribunal prend sa décision d'homologuer un plan, il doit motiver sa décision au regard des règles applicables. Si les diligences du tribunal de commerce, comme celles du juge commissaire, des administrateurs et des mandataires judiciaires, sont opaques au cours de la période d'observation du point de vue des investisseurs, ces derniers ne pourront vérifier le caractère effectif de la protection qui leur est légitiment accordée,

4°) chaque créancier doit avoir la possibilité d'être entendu par le tribunal, selon des modalités à déterminer afin de ne pas encombrer les tribunaux, par exemple, pour alerter des conditions de cession d'un actif de l'entreprise, à un prix déprécié,

5°) les créanciers doivent pouvoir faire tierce-opposition de toutes les décisions qui affectent leurs droits, dans des conditions à pouvoir préserver en même temps les intérêts de l'entreprise défaillante.

67. – **La France ne réunit aucune de ces trois conditions. Ainsi, concernant la première et la seconde condition, relatives au caractère prévisible et équitable de la répartition des risques**, le droit français ne faisant pas du respect du principe de l'ordre de priorité un principe général du droit, mécaniquement, la condition tenant au respect du caractère équitable de la répartition du risque n'est pas remplie. Les modalités d'approbation des plans

[122] S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bézert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », *op. cit.*

de restructuration en procédure collective conduisent, en effet, à une violation systématique de l'ordre de priorité. Cette violation entraîne mécaniquement à une répartition injuste du risque (alors qu'on pourrait avoir la Condition n°1 sans la Condition n°2, et ce, pour les trois raisons suivantes :

1°) en droit français, les créanciers obligataires sont regroupés dans une assemblée unique même s'il existe plusieurs séries d'obligations ayant des droits différents. L'homologation d'un plan de redressement conduisant à une réduction du montant de la dette obligataire requiert, en toutes circonstances, l'accord, à la majorité des deux tiers de l'assemblée unique. Autrement dit, des porteurs d'obligations représentant un tiers du montant total de la dette obligataire émise par l'émetteur peuvent faire obstacle à l'approbation d'un plan. Si le débiteur ne parvient pas à obtenir l'accord des obligataires réunis en assemblée unique, il n'a pas d'autre choix que d'imposer le rééchelonnement de la dette obligataire sur dix ans, au taux d'intérêt initialement applicable[123]. Ces modalités d'approbation du plan sont susceptibles de donner lieu à des violations de l'ordre de priorité. Ainsi, des porteurs de titres obligataires, titulaires de sûretés réelles, peuvent se retrouver à voter au sein de l'assemblée unique des obligataires en procédure collective, aux côtés d'autres porteurs, issus d'une série d'obligations différente qui ne confère pourtant pas de sûretés réelles. Cette situation, plutôt que de simplifier la restructuration de la dette obligataire pour le débiteur, va au contraire significativement la compliquer. De manière générale, le dirigeant va faire face à deux types de problèmes :

a) le dirigeant est susceptible de se retrouver pris au piège face à l'ensemble de ses obligataires, par hypothèse dans notre exemple, *juniors* par rapport aux établissements bancaires, lorsque ceux-ci exigent, en amont de l'offre publique, d'être traités *pari passu* avec les établissements bancaires, pourtant plus *senior*. Le dirigeant aura en effet beaucoup de mal, dans cette hypothèse, à convaincre les obligataires de participer à l'offre publique si cette dernière conduit les obligataires à absorber les pertes avant les établissements bancaires. Ainsi, les obligataires sont en mesure, compte tenu de l'obligation pour le débiteur de recueillir leur accord, en assemblée unique, de faire valoir au dirigeant qu'ils n'entendent pas participer à une offre publique dont les contours ne conduiraient pas à un sacrifice des établissements bancaires similaire à celui qui est exigé d'eux, et ce, en dépit de l'ordre de priorités initialement convenu[124]. Les obligataires pourraient ainsi, de cette manière, contraindre le débiteur, anticipant le refus des établissements bancaires à

[123] D'autres incertitudes juridiques importantes demeurent quant aux modalités d'approbation du plan. En effet, le droit français ne considère pas que le droit des sociétés doit s'effacer complètement au profit du droit des entreprises en difficulté. Cela pose des questions d'articulation entre ces deux droits. Il existe notamment des incertitudes sur des règles sur assemblées spéciales dans le cadre d'une procédure collective, faute de faire de la valeur d'entreprise et non du montant des fonds propres négatifs, l'élément déterminant des droits. *Cf.* Cour d'appel de Paris, 28 juin 2011, pôle 5, chambre 8, RG n°10/1974 confirmé par Cass. Com., 12 juillet 2012, n°11-22.898 jugeant que, pour mettre en œuvre un coup d'accordéon dans le cadre d'un plan de sauvegarde, la masse des obligataires (des ORA) doit être consultée car l'opération touchait aux conditions d'attribution de titres de capital, déterminées au moment de l'émission au sens de l'article L.228-103 du Code de commerce.

[124] En pratique, pour éviter ce risque, il est souvent prévu d'émettre les obligations dans une entité affiliée au débiteur, de manière à créer une subordination dite structurelle entre les deux catégories de créanciers. Toutefois, il est fréquent, comme l'illustre l'affaire Solocal, que les obligataires prévoient, en cas d'exigibilité anticipée des obligations, qu'ils pourront se voir transférer le prêt intra-groupe, aux termes duquel, l'entité émettrice des obligations a prêté le produit de l'émission à la société mère des entités opérationnelles. Ainsi, les obligataires sont en mesure de pouvoir participer aux négociations comme n'importe quel prêteur de la société mère du groupe.

convertir leurs créances en actions comme les obligataires, à se limiter plutôt à demander aux obligataires un report de la date de maturité.

b) le dirigeant est susceptible de se retrouver également au piège face à une partie de ses obligataires non titulaires de sûretés, lorsque ceux-ci exigent, en amont de l'offre publique, d'être traités *pari passu* avec les obligataires porteurs de sûretés réelles. Le dirigeant aura en effet beaucoup de mal, dans cette hypothèse, à convaincre les obligataires, non titulaires de sûretés réelles, qu'ils ont intérêt à participer à l'offre publique, si cette dernière prévoit que ceux-ci doivent absorber les pertes avant les obligataires bénéficiaires de sûretés réelles. Ainsi, les obligataires issus de la série qui ne confère pas de sûretés pourraient, en amont de l'offre publique, s'ils disposent d'une minorité de blocage au sein de l'assemblée unique convoquée lors de la procédure collective, faire valoir au débiteur qu'ils n'entendent pas participer à une offre publique, dont les contours ne conduiraient pas à un partage égal des sacrifices entre obligataires, peu importe qu'ils soient ou non issus de la série conférant aux porteurs des sûretés réelles. Il est évident qu'une telle demande serait de nature à déplaire aux obligataires titulaires de sûretés réelles et compliquerait significativement les négociations[125].

c) Le législateur a pris conscience avec le temps des lacunes des règles relatives aux conditions d'approbation des plans de redressement (que ce soit, dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, ou d'une procédure de redressement judiciaire) et du risque de pouvoir de nuisance conféré à certains créanciers, compte tenu de l'existence d'une seule assemblée d'obligataires en tout état de cause. Deux mesures ont ainsi été récemment introduites dans notre droit :

(i) Afin de tenir compte des droits spécifiques de certaines classes de créanciers, la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 a prévu la possibilité pour le tribunal de commerce, de tenir compte de l'existence des conventions de subordination, au moment d'homologuer un plan[126]. Cette disposition ne règle cependant pas les difficultés du débiteur puisqu'elle ne confère pas le droit au tribunal de commerce d'imposer à des obligataires dissidents, qui disposeraient d'une minorité de blocage au sein de l'assemblée unique des obligataires, un traitement différent que les autres obligataires, au regard de l'ordre de priorité des paiements. Cette nouvelle disposition de la loi permet uniquement d'inscrire dans notre droit le principe selon lequel des créanciers, placés dans une situation différente, peuvent être traités de manière différente. Cette disposition de la loi confirme que le principe d'égalité de traitement des créanciers en procédure collective, inscrit à l'origine dans notre droit, est dépourvu de caractère effectif, depuis la multiplication des conventions de subordination. Par ailleurs, la loi ne dit rien sur le sort des créanciers titulaires de sûretés réelles qui, pourtant, méritent d'être traités par priorité par rapport aux autres créanciers chirographaires, à hauteur de la

[125] S. Vermeille, A. Bézert, « *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ?* » *op. cit.*
[126] C. com., L.626-30-2.

valeur de marché de l'actif sous-jacent à leurs sûretés réelles.

(ii) L'ordonnance du 12 mars 2014 a par ailleurs accordé à l'administrateur judiciaire le pouvoir de déterminer pour chaque créancier son nombre de droits de vote dans le cadre de la procédure. Cette disposition visait notamment à contrebalancer les conséquences de la répartition des créanciers systématiquement en trois comités de créanciers (le comité des fournisseurs, le comité des banques et le comité des obligataires), quelque soit l'ordre de priorité convenu initialement [127]. L'ordonnance ne spécifie cependant pas quelle méthode de calcul appliquer, ni les caractéristiques de la créance concernée. Toute latitude est laissée à l'administrateur judiciaire, sans contrôle du juge, pour déterminer le nombre de droits de vote, ce qui est critiquable au regard de l'impératif de prévisibilité de la répartition des risques. Cette disposition de la loi, compte tenu de l'incertitude de ses modalités d'application, ne permettrait probablement pas d'influencer le comportement des différentes parties en amont de l'offre publique,

2°) Le droit français prévoit, par ailleurs, que les actionnaires doivent approuver l'émission d'actions nouvelles, dans le cadre de l'offre publique, en toutes circonstances. Si la loi du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques a autorisé dans des conditions limitées la possibilité d'écarter un refus de l'assemblée générale, « *lorsque la préservation du bassin de l'emploi le justifie* », (et lorsque la société est dans un état de cessation des paiements), cette disposition ne permet pas d'évincer les actionnaires, même si l'état d'insolvabilité de la société ne fait pas de doute[128]. Le critère relatif à la préservation de l'emploi est, au demeurant, pas suffisamment prévisible pour influencer le comportement des parties en amont de l'offre publique. Ces lacunes du droit confèrent un poids démesuré aux actionnaires dans les négociations. S'ils parviennent à s'organiser, les actionnaires peuvent faire valoir au dirigeant qu'ils n'entendent pas approuver l'augmentation de capital permettant l'émission d'actions nouvelles, si les contours de l'offre publique conduisent à conférer aux obligataires un nombre qu'ils jugent trop important d'actions, alors même qu'ils n'auraient eu droit à rien, en cas de cession de l'ensemble de l'activité de la société pour un prix égal à sa valeur en redressement. Le dirigeant pourrait, en conséquence, tenter de contraindre les obligataires d'accepter de recevoir une partie du capital social plus faible qu'ils imaginaient initialement, en contrepartie de la remise de leurs obligataires. Dans ces conditions, les obligataires pourraient ne pas être convaincus de l'intérêt pour eux de participer à l'offre publique, dans ces conditions.

68. – Pour toutes ces raisons, il est donc bien plus difficile pour un dirigeant de convaincre

[127] L'ordonnance du 12 mars 2014 a également privé certains créanciers de leurs droits de vote, notamment ceux dont les intérêts n'étaient pas alignés sur le sort de l'entreprise tels que les détenteurs de *Credit Default Swaps*. *Cf. supra* p 35.

[128] S. Vermeille, « *Les effets pervers du dispositif du projet de loi « Macron » relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation : les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites* », 2014, *op.cit.* ; F.-A. Papon, J. Martinez, S. Vermeille, « *La constitutionnalité du projet de loi « Macron » et l'éviction des actionnaires : la révolution n'a pas eu lieu* », *op. cit.*

les obligataires en amont d'une procédure collective qu'ils ont un intérêt à participer à l'offre publique prévoyant un échange de leurs obligations en actions. La violation systématique de l'ordre de priorité compte tenu des modalités d'approbation du plan encourage certains créanciers à ne pas participer à l'offre publique. L'absence d'égard du droit français vis-à-vis de l'impératif de respecter l'ordre de priorité est singulière par rapport au reste de l'Europe de l'Ouest et aux États-Unis. Au départ, la volonté de préserver l'emploi à tout prix était la raison principale qui justifiait la violation de l'ordre de priorité, au travers, par exemple, d'un super privilège légal[129]. D'autres arguments sont venus s'ajouter.

1°) **Premièrement, certains considèrent que le respect de l'ordre de priorité peut conduire à favoriser indûment les créanciers par rapport aux actionnaires minoritaires lorsque les premiers sont responsables du défaut du débiteur**. C'est le cas par exemple lorsque les créanciers ont prêté des sommes considérables au débiteur sans avoir réalisé un travail d'analyse crédit suffisant. Cette idée a été défendue par une association de minoritaires dans l'affaire Eurotunnel. Au cas d'espèce, le financement de projet du tunnel sous la Manche avait été mal conçu dès l'origine par les établissements bancaires, sans « sponsor » côté actionnaire. Les gouvernements français et anglais avaient fait le choix de laisser le champ libre aux banques sur la structuration financière du projet. Eurotunnel était, ainsi, sous-capitalisée dès l'origine[130]. Même si dans ces conditions le comportement des prêteurs est condamnable, en particulier lorsqu'ils prêtent sans regarder les fondamentaux du projet, la réalité en pratique est que souvent les prêteurs initiaux ont déjà cédé leurs titres à d'autres créanciers sur les marchés financiers. Le marché secondaire de la dette obligataire, comme de la dette bancaire est très actif et ce, même si les obligataires ne sont pas admises à la négociation sur un marché financier. Violer l'ordre de priorité ne permet donc pas de punir les responsables ayant commis une erreur d'analyse lors de la structuration du projet.

2°) Deuxièmement, certains considèrent que le strict respect de l'ordre de priorité n'est pas justifié lorsque son respect permet à certains créanciers, le plus souvent des fonds d'investissement opportunistes, spécialisés dans la prise de participation de sociétés en difficulté, de prendre le contrôle à bon compte de la société en difficulté au cours de la procédure collective. Les fonds d'investissement convertissent alors leurs titres de créances en capital, pourtant rachetés avec une décote sur le marché secondaire, à leur valeur nominale. Des actionnaires minoritaires peuvent alors considérer que le prix payé par les fonds est insuffisant et que le montant de la dette de l'entreprise devrait être mécaniquement réduit à hauteur de la valeur de marché des titres de créances, sans dilution pour les actionnaires. Ils font valoir que les nouveaux actionnaires de contrôle n'ont, en réalité, pas eu à subir de perte. Il est donc illégitime que les actionnaires soient dilués aussi sévèrement, même si la société est insolvable. Ces critiques ont été avancées par une des deux associations minoritaires dans l'affaire Solocal Group, qui n'a pas soutenu le plan de restructuration de décembre 2016[131]. L'argument tient difficilement selon nous si on admet que parmi les actionnaires de la société, il existe aussi des actionnaires qui ont acquis leurs titres après l'officialisation des négociations portant sur la restructuration. De la même manière que les créanciers ont pu acquérir leurs titres à un prix au rabais, des actionnaires de la société ont pu acheter tardivement, à un moment où le prix de

[129] *Cf. infra* note de bas de page 106.
[130] *Cf. infra* p. 79, pour une description détaillée de l'affaire Eurotunnel.
[131] L'Agefi, « *Les actionnaires de Solocal Group comptent peser dans la restructuration du groupe* », 26 juillet 2016.

l'action était faible, de sorte qu'ils n'ont pas eu à subir les conséquences de la baisse du cours dans les mois qui ont précédé la restructuration. Dans ces conditions, une violation de l'ordre de priorité en faveur des actionnaires supposés lésés, compte tenu des modalités de conversion de la dette en actions, conduirait mécaniquement à enrichir des actionnaires qui n'ont pas eu à subir de perte.

69. – **La violation de l'ordre de priorité entre les créanciers et actionnaires est le plus sûr moyen d'aboutir à un plan irréaliste**. Encourager la violation de l'ordre de priorité au nom de l'équité n'est pas la bonne manière de faciliter le redressement de l'entreprise. C'est le plus sûr moyen d'encourager la conclusion d'accords de restructuration intenables pour l'entreprise, compte tenu de la nécessité de concilier tous les intérêts en présence. S'obliger à faire respecter l'ordre de priorité ne signifie pas pour autant s'interdire de sanctionner les créanciers qui prennent, manifestement, des risques excessifs lors de la mise en place du crédit, sachant qu'ils n'auront pas à supporter les conséquences de leurs actes, les pertes affectant en premier les actionnaires[132]. Des recours plus ciblés à l'encontre des responsables des montages financiers hasardeux devraient être possibles. Cela suppose, par exemple, de redéfinir les contours de l'action pour soutien abusif des prêteurs dont le champ d'application est trop étroit depuis la réforme de 2008[133] et d'améliorer les conditions dans lesquelles les actionnaires minoritaires peuvent réaliser une action de groupe, afin de pouvoir financer un tel contentieux. Pour toutes ces raisons, la Condition n°1 n'est pas remplie. Si celle-ci n'est pas remplie, la Condition n°2, qui découle de la première, ne peut être également remplie.

70. – **Concernant la seconde condition relative au caractère équitable de la répartition des risques**, la condition n'est pas remplie pour les raisons suivantes :

(1°) il n'existe pas en droit des entreprises en difficulté un équivalent au principe du *no worse off* ou du *best creditors interest test*, permettant de passer outre le refus de créanciers d'approuver un plan de redressement en procédure collective, prévoyant une réduction de la dette, à partir du moment où le débiteur démontre que les créanciers dissidents n'auraient pas été mieux traités, qu'en cas de liquidation judiciaire. Il est ainsi facile en droit français de neutraliser les créanciers dissidents lorsque la majorité des deux tiers des obligataires du débiteur approuve un plan, étant précisé que le droit français regroupe, systématiquement, au sein d'une même classe, l'ensemble des obligataires, qu'ils aient ou non des droits différents. Ce fut ainsi le cas dans le dossier Technicolor. Le tribunal de commerce n'a pas à justifier sa décision d'autoriser le redressement de la société en raison du surcroît de valeur générée. En pratique, il préférera le plus souvent cette solution au plan de cession (en redressement judiciaire) car cette solution permet de sauver davantage d'emplois. En cas de plan de cession, le repreneur a la possibilité de choisir les contrats de travail qu'il ne souhaite pas reprendre. Le principe du *no worse off* existe depuis récemment

[132] C'est un problème récurrent dans les petits dossiers de financement, qui plus est, quand Oséo (entreprise privée avec délégation de service public qui finance les PME françaises pour l'emploi et la croissance) contre-garantit une partie du prêt bancaire mis à la disposition d'un dirigeant d'entreprise, unique actionnaire. Le droit américain et le droit allemand connaissent le concept de « *equitable subordination* » par exemple, permettant de traiter un créancier en particulier qui a commis certaines fautes d'immixtion dans la gestion de l'entreprise, comme un actionnaire. M. Gelter, J. Roth, « *Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective* », 2007, *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 13*, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=998457.

[133] Ordonnance n°2008-1345 du 18 décembre 2008, art. 129, C. com., art. L.650-1.

en droit français, en matière de résolution bancaire[134].

(2°) tout comme il n'est pas possible d'imposer un plan de restructuration prévoyant l'émission d'actions nouvelles, en dépit du refus des actionnaires, il n'est pas possible de forcer l'approbation d'un plan en dépit du refus de toute une classe de créanciers, plus *junior* par rapport aux autres obligataires et ce, même si en cas de cession de l'ensemble des actifs de l'entreprise à un prix égal à sa valeur d'entreprise en redressement, ces créanciers *junior* dans la procédure, à l'appui de la valeur de la société en redressement.

71. – **Concernant la troisième condition relative au caractère transparent de la répartition des risques**, la condition n'est pas remplie non plus. Comme l'a récemment rappelé le professeur Eidenmüller dans sa critique de la proposition de directive européenne, la procédure collective doit inclure des garde-fous pour éviter les abus, ce qui suppose un certain degré de formalisme et de transparence, une supervision par des experts neutres et compétents, sous le contrôle du juge[135]. Or, la complexité du droit français rend illisibles les modalités de répartition du risque en cas de défaut d'une société français. Par ailleurs, l'accès à l'information des créanciers est limité, sauf à être à un contrôleur (et encore) dans la procédure. Les créanciers ont un droit limité à pouvoir faire recours contre les décisions des tribunaux. Dans un souci de consolider rapidement les décisions prises par le tribunal, leur droit de recours est triplement limité : d'abord au niveau des décisions susceptibles de recours, ensuite au niveau des personnes susceptibles d'exercer les recours, enfin au niveau du délai (sauf disposition spéciale, tant l'appel que la tierce opposition doivent être formés dans un délai de dix jours à compter de la notification ou de son prononcé ou le cas échant de sa publication s'agissant de la tierce opposition)[136]. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les créanciers ne se sentent pas suffisamment protégés.

[134] La procédure de *bail-in* permet de faire supporter la défaillance d'un établissement de crédit aux actionnaires et aux créanciers selon un ordre prédéfini en fonction d'une valeur déterminée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. C. mon. fin. art., L. 613-55. V. Th. Philippon,A. Salord, « *Bail-ins and Bank resolution in Europe – A Progress Report* », 2017, International Center for Monetary and Banking Studies, disponible sur le site du Center for Economic, Policy Research.
[135] H. Eindemüeller, « *Contracting for a European Insolvency Regime* », *op. cit*.
[136] C. com., art. L.661-1 et suivants et R.661-1.

La proposition de réforme du droit des entreprises du Haut Comité Juridique de la Place financière de Paris (« HCJP ») – Juillet 2016

Dans son rapport rendu en juillet 2016 sur la réforme du droit des entreprises en difficulté, le HCJP a concentré ses recommandations sur la procédure de conciliation et les améliorations qui pourraient être apportées afin de faciliter l'aboutissement des accords en dehors des tribunaux[137]. À cet égard, le HCJP a proposé l'instauration de comités de créanciers durant la phase de conciliation, sur le modèle de ceux existant en procédure de sauvegarde et de redressement judiciaire (comité des établissements de crédit et assimilés, comité des principaux fournisseurs, masse des obligataires). Une telle mesure, si elle était adoptée, produirait pour les obligataires des effets équivalents aux clauses collectives actuellement prônées par le FMI permettant de contraindre des séries entières d'obligataires à partir du moment où la majorité en valeur des créanciers est favorable. Cependant, la proposition du HCJP est critiquable pour les trois raisons invoquées précédemment :

1°) La proposition du HCJP ne permet pas une répartition du risque **prévisible** dans la mesure où le respect de l'ordre de priorité des paiements ne peut être alors garanti, les créanciers étant répartis en fonction de la nature de leur créance. Le respect de l'ordre de priorité n'est guère une priorité du HCJP, ce qui est conforme à la tradition française jusqu'à présent. Or, l'unanimité des économistes s'accorde pour rappeler l'importance de ce principe, y compris les plus forts partisans d'une approche plus coercitive du traitement des crises de dette souveraine à l'égard des créanciers, tel que le Prix Nobel Joseph Stiglitz[138] ;

2°) La proposition du HCJP ne permet pas une répartition du risque **équitable**. Contrairement au FMI, le HCJP ne conditionne pas l'introduction de la possibilité de forcer le consentement des créanciers en procédure de conciliation, le respect de garde-fous clairement établis de sorte que les investisseurs aient la certitude que les modalités de la restructuration imposée sont équitables compte tenu des spécificités de la situation de chacun des créanciers.

3°) La proposition du HCJP ne permet pas une répartition du risque **transparente**, puisque la procédure de conciliation est par nature confidentielle, sauf si elle conduit à un accord homologué par le juge.

72. – **Un décret-loi de 1935 sur l'organisation de la masse des obligataires inchangé**. Au vu de la difficulté d'organiser une offre publique d'échange, compte tenu des lacunes du droit des faillites, une modification des règles impératives concernant la masse des obligataires devrait être accueillie favorablement. Encourager les aménagements contractuels à la loi semble, en effet, nécessaires afin d'autoriser la réduction du montant nominal de la dette obligataire à la majorité des deux tiers des porteurs d'obligations d'une

[137] Haut Comité juridique de la place financière de Paris, Rapport du groupe défaillances d'entreprises, juillet 2016, disponible sur le site du HCJP : http://hcjp.fr/avis-et-rapports/.
[138] M. Guzman, J. Stiglitz « *Creating a Framework for Sovereign Debt that Works* », 2016.

même série. Le décret-loi de 1935 se limitait à autoriser des aménagements contractuels uniquement lorsque l'emprunt obligataire est « émis à l'étranger »[139]. Le législateur ne considérait pas devoir se préoccuper du sort des épargnants étrangers. Cette distinction s'est maintenue avec le temps, et, à ce jour, les obligations émises sur le marché français ne peuvent déroger aux dispositions de la loi.

73. – **Aménagements contractuels des règles de la masse : approche théorique**. Sur un plan théorique[140], le passage de la règle de l'unanimité à la règle de la majorité au sein d'une classe de créanciers ayant des droits similaires, ne devrait être envisageable que si deux conditions sont réunies :

> 1°) les créanciers sont suffisamment bien informés et sont en mesure de prendre des décisions rationnelles sur cette base et,
>
> 2°) dans leur vote, les créanciers recherchent l'issue qui maximise la valeur de l'investissement, appréciée sur une base collégiale comprenant uniquement les créanciers de la série d'obligations considérée, plutôt que l'issue qui maximise la valeur de l'investissement sur une base individuelle[141]. En d'autres termes, si le risque de conflits d'intérêts au sein de la masse des obligataires est trop grand, ce qui empêcherait un vote dans l'intérêt de la collégialité des obligataires, le législateur devrait maintenir la règle de l'unanimité.

74. – **Le développement de la gestion d'actifs sur les marchés obligataires milite en faveur d'une réforme des règles de la masse**. Ces conditions doivent pouvoir être réunies lorsque les porteurs d'obligations sont principalement des investisseurs institutionnels. Ainsi, la baisse constante du nombre de particuliers investissant en direct sur les marchés financiers ces dernières années, milite en faveur de la possibilité d'introduire des aménagements contractuels. Les porteurs doivent pouvoir librement renoncer à la règle de l'unanimité s'ils le souhaitent. Même si les obligataires n'y renoncent pas en pratique (on remarquera que dans les contrats de prêt bancaire syndiqués, la règle de l'unanimité est toujours imposée par les parties, alors qu'elles sont libres d'y renoncer), un changement de règle présenterait un intérêt. En cas d'offre publique, ce changement devrait encourager les émetteurs à plus facilement avoir recours à des mesures de coercition vis-à-vis de leurs obligataires, telle que la modification en parallèle, à l'organisation de l'offre publique, des termes et conditions des obligations d'origine afin de rendre moindre attractif le *status quo*[142], sans avoir l'impression de violer une règle fondamentale imposée par le législateur, visant à protéger individuellement le consentement de chaque obligataire, comme dans le cas de Théolia et de Bull[143].

---

[140] Z. Goshen, « *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?* », 1997, 70 S. CAL. L. REV. 741, 745-46 ; W. Bratton, A. Levitin, « *The New Bond Workouts* », *op. cit.*

[141] Z. Goshen « *Controlling Strategic Voting Property Rule or Liability Rule?* », *ibid*.

[142] *V.* La pratique américaine des *exit consents* qui consiste pour un émetteur souhaitant persuader les obligataires d'accepter une offre d'échange avec des obligations moins avantageuses à inviter ces derniers, en même temps qu'ils offrent leurs obligations, à voter en faveur de la modification à l'assemblée des obligataires. De cette manière, ils dévaluent les droits attachés aux obligations anciennes après que la modification a été adoptée, diminuant significativement leur valeur économique *: W. Bratton, A. Levitin,* « *The New Bond Workouts* », *op. cit.* Ce sujet est également évoqué par la suite, *Cf.* §148.

[143] *Cf. supra* p. 29.

75. – **Une réforme des règles de la masse des obligataires permettant des aménagements contractuels est en cours.** Dans le prolongement de la « Loi Sapin 2 [144]», l'ordonnance n°207-970 du 10 mai 2017 qui vise à favoriser le développement des obligations émises en droit français acte la disparition de la *summa divisio* entre, d'une part, les émissions réalisées en France et, d'autre part, les émissions réalisées à l'étranger. L'ordonnance prend acte du fait que, contrairement à la période des années 30, ayant donné lieu à l'instauration du régime obligatoire de la masse, les porteurs d'obligations sont majoritairement des institutionnels, disposant d'un pouvoir de négociation évident face aux émetteurs, lorsqu'il s'agit de négocier les termes et conditions de l'obligation. Désormais, l'ordonnance lui préfère une distinction en fonction de la valeur nominale de l'obligation. Ainsi, au-delà d'un certain seuil, (à priori, 100 000 euros dans le projet de décret en Conseil d'État[145]), les investisseurs peuvent prévoir dans le contrat d'émission que « *tout ou partie des dispositions législatives et règlementaires relatives à la masse des obligataires, aux représentants de la masse, et aux assemblées générales d'obligataires ne leur sont pas applicables* »[146]. Cette disposition laisse une grande place à la liberté contractuelle entre les parties. Les investisseurs peuvent ainsi librement prévoir de décider collectivement, à la majorité, de recevoir des actions en contrepartie de la remise de leurs titres. Il reste à savoir si les investisseurs se saisiront de cette faculté dans la pratique. Par ailleurs, cette ordonnance ne règlera pas toutes les difficultés, dans la mesure où de nombreux émetteurs français émettent des obligations sous droit luxembourgeois ou de l'État de New York. Dans ces cas-là, la règle de l'unanimité prévaut. Enfin, un tempérament doit être apporté au principe de la liberté contractuelle pour les émissions obligataires soumises au droit français lorsque le seuil est atteint. Pour les obligations donnant accès à des titres de capital, il n'est pas possible de déroger aux dispositions du Code de commerce. On regrette que les pouvoirs publics ne soient pas allés plus loin dans la libéralisation des règles du Code de commerce.

4ème constat : Les règles de la procédure collective française ne permettent pas d'assurer les conditions nécessaires à l'émergence d'un marché pour le contrôle des grandes entreprises en difficulté, dont la dette est dispersée sur les marchés financiers. L'absence de fonds d'investissement opportunistes susceptibles de consolider la dette de ces entreprises en un nombre réduit de mains pour en prendre le contrôle à terme, créé un effet pervers sur les dirigeants français. Cette situation leur permet parfois de jouir d'un privilège rarement accordé à leurs homologues américains, celui de s'affranchir de toute discipline financière. L'absence de devoir de loyauté des dirigeants, vis-à-vis de leurs créanciers, est également de nature à aggraver cette irresponsabilité compte tenu de la propension naturelle des dirigeants à remettre les décisions difficiles à plus tard.

76. – Les créanciers peuvent trouver intérêt à provoquer une restructuration de la dette en profondeur et à devenir actionnaire. L'opération de recapitalisation de la dernière chance n'est pas sans inconvénient pour la société et ses créanciers. Elle peut avoir pour effet de retarder inutilement une restructuration en profondeur de la dette de l'entreprise, ainsi qu'un changement de gouvernance, ces mesures pouvant s'avérer essentielles au rebond de l'entreprise. Certes, à première vue, les créanciers semblent être les grands bénéficiaires d'un

[144] Loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.
[145] Article 10 du projet de décret en Conseil d'État, disponible sur le site du Trésor public à l'adresse suivante : http://www.tresor.economie.gouv.fr/15467_consultation-developpement-des-emissions-obligataires.
[146] Ordonnance n°2017-970 du 10 mai 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires, art. 20 (C. com., art. L. 213-6-3).

renforcement des fonds propres. C'est effectivement le cas lorsque l'utilisation du produit de l'augmentation de capital sert en partie, ou même exclusivement, au remboursement du passif antérieur. À cet égard, dans notre échantillon regroupant les 30 plus grandes opérations, le produit de l'augmentation de capital a été utilisé 6 fois dans ce but. Dans certaines opérations comme Solocal en 2014, il s'agissait même le but exclusif. Ceci étant, lorsque le produit de l'augmentation de capital est utilisé à d'autres fins, les créanciers ont, souvent, beaucoup à perdre. L'augmentation de capital peut leur paraître insuffisante dans son montant et ne permet pas de donner à la société la flexibilité financière suffisante pour financer les mesures de réorganisation douloureuses ainsi que les projets d'investissement indispensables au maintien de sa compétitivité. Plus une société se situe dans un secteur d'activités capitalistique et/ou détient dans son bilan des actifs immatériels et/ou exerce dans un environnement concurrentiel exacerbé, plus le retard pris pour restructurer sa dette est dommageable à l'entreprise et, par extension, à ses créanciers. Les dirigeants d'entreprises en difficulté doivent prendre en compte plusieurs intérêts contradictoires, au moment de déterminer les modalités de l'augmentation de capital de la dernière chance :

1°) le risque de non réalisation de l'opération de capital, faute de participation suffisante des actionnaires, étant donné la réticence de ces derniers à souscrire à en fonds propres dans une entreprise en difficulté, synonyme souvent de transfert de richesse au profit des créanciers : ce risque devrait inciter les dirigeants à réduire le plus possible le montant de l'augmentation de capital de la dernière chance envisagée de manière à sécuriser l'opération, sauf à pouvoir bénéficier du soutien d'un actionnaire suffisamment important pour lui garantir son succès ; ce risque sera évoqué en détail par la suite ;

2°) la nécessité de permettre à l'entreprise de pouvoir sécuriser son avenir ; les dirigeants devraient être incités, de ce point de vue, à lever le plus d'argent possible afin de parvenir à (a) maintenir l'activité pendant la période de trou d'air, en attendant un retournement de cycle, et/ou (b) réaliser les investissements suffisants pour permettre à la société d'effectuer un virage, par exemple, numérique, comme ce fut le cas pour Solocal Group ;

3°) la nécessité de ne pas pénaliser trop durement les actionnaires existants qui peuvent avoir déjà beaucoup perdus suite à la chute du cours ; ils sont susceptibles de subir une forte dilution ; ceux-ci ne sont pas toujours en mesure de pouvoir participer à l'augmentation de capital, surtout lorsqu'ils sont sollicités pour réinvestir des sommes très importantes, en proportion des sommes déjà investies ; certes, les actionnaires existants ont toujours la possibilité de céder sur les marchés leurs droits préférentiels de souscription, cependant ils ne peuvent pas toujours les céder dans de bonnes conditions, en particulier, lorsque le nombre de droits préférentiels de souscription est significatif, par rapport au nombre d'actions ordinaires en circulation ; de ce point de vue, les dirigeants devraient être incités à réduire le plus possible la taille de l'augmentation de capital.

77. – **Conciliation d'intérêts contradictoires.** Au final, au moment de décider des modalités de l'augmentation de capital de la dernière chance, les considérations tenant à la préservation des intérêts immédiats de l'entreprise l'emportent sur toute autre considération. Les dirigeants pencheront en faveur d'une émission à un prix de souscription, faisant ressortir une décote par rapport au cours de bourse avant l'annonce de l'opération, et ce, afin de compenser la perte subie par les souscripteurs du fait du transfert de richesse qui s'opère au profit des créanciers (ces derniers, ne faisant pas ou peu, par hypothèse, d'abandons de

créances). Les dirigeants devront, pour cela, mettre en avant le gain réalisé par les souscripteurs au détriment des actionnaires existants, qui décideraient de ne pas participer. Pour cette raison, les prix de souscription de ces émissions font souvent ressortir des décotes pouvant aisément atteindre 60%-70% du cours de bourse (par exemple, les opérations réalisées par Vallourec et CGG en 2016) et représenter en même temps entre 65%-75% de la capitalisation boursière totale (par exemple, les opérations réalisées par CGG et Vallourec en 2016 ainsi que par Faurecia en 2009[147]). Une décote et un nombre d'actions nouvelles important, indiquent que la santé financière de l'entreprise est très mauvaise, et que l'opération est risquée.

78. – **Les créanciers ont intérêt à ce que l'augmentation de capital de la dernière chance soit suffisamment bien calibrée afin d'éviter d'avoir à reporter inutilement les décisions difficiles.** Les créanciers, intéressés par les perspectives à long terme de la société, n'ont aucun intérêt à laisser les dirigeants d'entreprise en difficulté lever de l'argent, dans l'unique but de gagner du temps, sans réelle perspective de retournement. La documentation financière peut comprendre pour cette raison des restrictions, interdisant au débiteur de se recapitaliser sans l'accord des créanciers[148]. Les créanciers peuvent même prendre les devants et approcher le dirigeant en amont d'un bris de covenant afin d'évoquer une restructuration de la dette de l'entreprise. Selon si la société est sur le point de rompre ses covenants financiers, les créanciers ont ou non un pouvoir de négociation pour contraindre le dirigeant à initier des discussions[149]. Sur ce marché, il existe un grand nombre d'acteurs dont les stratégies d'investissement peuvent beaucoup varier. Nombreux sont ceux qui ont des objectifs qui ne sont pas clairement établis. Anticiper leurs décisions est donc difficile. Certains participants ont des stratégies de long terme, d'autres des stratégies de court

[147] Note d'opération de la société Faurecia, visa n° 09-124 en date du 6 mai 2009. Faurecia a dû organiser une recapitalisation extrêmement dilutive pour ses actionnaires quand les circonstances de marché ne s'y prêtaient pas, juste après l'éclatement de la crise financière. Cette augmentation de capital avait pour objectif d'assurer le respect par la société de ses covenants financiers figurant dans sa dette bancaire et d'honorer ses engagements pris, au titre de ses lignes de crédit arrivant à échéance dès 2010. Les particularités de l'opération et de la situation de Vallourec (forte décote, contrainte de liquidité forte) permettent d'expliquer la performance des actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital de la dernière. Ces décotes doivent être comparées aux décotes que l'on observe lorsque le produit de l'augmentation de capital doit permettre de financer des acquisitions de taille significative réalisées par des sociétés en bonne santé financière. Ainsi, dernièrement Air Liquide a financé l'acquisition d'Airgas au besoin d'une augmentation de capital, à un prix de souscription faisant ressortir une décote égale à 20% par rapport au cours facial de bourse, étant précisé que cette augmentation devait conduire à l'émission d'un nombre d'actions donnant lieu à une dilution de l'ordre de 11% des droits de vote des actionnaires). Note d'opération de la société Air Liquide, visa n°15-426 du 12 septembre 2016, *op. cit*.

[148] C'est tout l'objet des *equity cures*. Les *equity cures* sont des clauses que l'on trouve dans la documentation de financement de LBO, aux termes desquelles les covenants financiers qui n'ont pas été respectés sont recalculés en prenant en compte rétrospectivement une injection postérieure de capital par l'actionnaire (V. J. Stoufflet, « *Commentaire de diverses clauses insérées dans des contrats de financement d'opérations de LBO* », mars 2008, RDBF, n°2, dossier 15). En pratique, les *equity cures* sont des instruments permettant de protéger les droits des créanciers et éviter que le sponsor, par son refinancement, ne masque, sans les résoudre, des problèmes de profitabilité de l'entreprise. Pour cette raison, les créanciers n'y sont généralement pas favorables sauf lorsqu'ils sont les bénéficiaires presque exclusifs de l'augmentation de capital.

[149] Le plus souvent, c'est la société qui initie les négociations avec les obligataires. Il arrive toutefois que cela soit les obligataires. C'est moins fréquent car cela suppose qu'un bris de covenant est imminent ou en cours. À défaut, le créancier n'a aucun pouvoir de négociation. Les dirigeants peuvent alors tout simplement refuser de négocier. Cette affirmation doit cependant être relativisée lorsqu'un obligataire a accumulé une position significative. Même en cas d'absence de défaut, le porteur a un certain pouvoir de négociation. Sous réserve que le droit des entreprises en difficulté reconnaisse les pouvoirs des créanciers en procédure collective, les dirigeants accepteront de rencontrer le porteur obligataire reconnaissant, à un moment donné dans le futur, que le créancier pourra avoir un pouvoir de négociation plus important.

terme[150].

79. – **La multiplication en Europe de fonds opportunistes susceptibles d'investisseur dans les entreprises en difficulté.** Les fonds opportunistes spécialisés dans l'investissement dans des sociétés en difficulté (rachat d'actions ou prêts à des sociétés en difficulté) se sont multipliés. Ces vingt dernières années, le montant des actifs sous gestion sur ce segment de marché a grossi de manière exponentielle, dans un premier temps aux États-Unis puis dans un second temps en Europe[151]. Ces fonds d'investissement jouent aux Etats-Unis un rôle central dans la gouvernance des entreprises en difficultés, et ce, bien en amont de la date à laquelle ils sont susceptibles de devenir leurs actionnaires, après avoir converti leurs titres de dette en actions. Ils déploient alors une stratégie dite de « *loan to own* »[152]. Ces fonds rachètent tous types d'instruments de dette émis par l'entité défaillante, à des prix faisant toujours ressortir une décote, plus ou moins importante, par rapport à la valeur faciale du titre. Certains fonds opportunistes sont prêts à investir des sommes très importantes dans la dette d'une société cible, de telle sorte qu'ils sont en mesure d'exercer une discipline de marché sur toutes les entreprises, même celles de taille significative. Ainsi, il y a quelques années, le fonds *Cerberus* était parvenu aux États-Unis à prendre le contrôle du constructeur automobile Chrysler[153], malheureusement pour le fonds, juste avant le début de la crise financière, qui entraîna Chrysler aux abimes.

80. – **La présence d'investisseurs spécialisés sur le segment des entreprises en difficulté doit être encouragée dans les restructurations d'entreprises de taille significative.** Il existe un débat nourri aux États-Unis sur l'intérêt de la présence des fonds opportunistes pour l'économie et les sociétés concernées. Des études ont été menées sur l'importance et les performances réalisées sur le marché du contrôle des entreprises en difficulté[154]. Si des études ont montré, dans certaines circonstances, que certains fonds opportunistes déploient des stratégies court-termistes qui ne sont pas forcément dans l'intérêt de l'entreprise. Par exemple, lorsqu'il s'agit, par exemple, de l'encourager davantage à des taux d'intérêt élevés, ou à la pousser à faire des cessions d'actifs dans des conditions ne permettant pas de

---

[150] S. Moyer « *Distressed debt analysis: Strategies for speculative* investors » mars 2005, J Ross Publishig. De manière générale, investir sur des titres de dette de sociétés en difficulté est un métier qui requiert une expertise particulière et qui est réservé aux investisseurs institutionnels pour plusieurs raisons. Premièrement, c'est un métier où le risque de pertes significatives est important. Deuxièmement, c'est un secteur dans lequel il existe d'importantes situations d'asymétries d'information entre les parties. Enfin, chaque transaction sur le marché secondaire a une valeur minimale d'un million d'euros.

[151] En 2015, 27 milliards de dollars étaient levés auxÉtats-Unis afin d'investir sur ce seul segment. De nombreux fonds opportunistes ont levé des sommes importantes en Europe, sur la promesse de taux élevés, bénéficiant, de fait, de la course au rendement dans laquelle se sont lancés nombre d'investisseurs institutionnels ou de riches particuliers, dans un contexte de taux bas, compte tenu de la politique monétaire accommodante des banques centrales. À cettte date, le plus important fonds d'investissement au monde dans le secteur des entreprises en difficulté est Oaktree Capital Management qui gère à lui seul 7 milliards d'actifs. Preqin Global Data Coverage « *Mezzanine and Distressed Debt: On the Sidelines? Septembre 2016* » disponible sur https://www.preqin.com/docs/newsletters/pd/Preqin-PDSL-September-16-Mezzanine-and-Distressed-Debt.pdf

[152] Cette stratégie consiste pour les investisseurs à prendre le contrôle de sociétés en difficulté en convertissant leurs créances en titres de capital de la société débitrice. Leurs investissements peuvent prendre la forme d'un prêt en espérant pouvoir à terme le convertir en titres de capital de la société ou d'un rachat de dette détenue par ses créanciers sur le marché secondaire. V. S. Vermeille, « *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français* ? », 2009, JCP E 2009, n°5.

[153] Forbes, « *How Chrysler put the bite on Cerberus* », 5 janvier 2009.

[154] E. Altman, « *Are Historically Based Default and recovery models in the high-yield and distressed debt markets still relevant in troday's credit environment* », 2006, NYU Stern Sch. of Bus., Salomon Ctr., disponible sur http://people.stern.nyu.edu/ealtman/Are-Historical-Models-Still-Relevant1.pdf.

maximiser leur valeur. D'autres études ont mis en évidence l'intérêt pour une entreprise en difficulté d'avoir à son capital, à l'issue de la phase de restructuration, un fonds opportuniste désireux de prendre en main la réorganisation de l'entreprise[155]. Plusieurs raisons militent en faveur de la présence de fonds opportunistes de taille significative, susceptibles de jouer un rôle actif dans les négociations :

1°) Les investisseurs, détenteurs des titres de créance achetés sur le marché secondaire, acceptent indifféremment de détenir des titres de créance ou des actions ; or, d'une manière générale, plus un plan de restructuration prévoit la conversion de dette en actions, plus les chances que ce plan permette un redressement pérenne de la société sont élevées. Inversement, plus un plan de restructuration prévoit un simple refinancement de la dette existante, moins les chances de succès de redressement pour l'entreprise sont réelles. Dans le cadre d'un plan de restructuration, les établissements de crédit préfèrent toujours, soit être remboursés, soit recevoir des titres de dette, plutôt que de recevoir des actions. Les établissements de crédit sont obligés de détenir des actifs sains, afin de pouvoir respecter les ratios prudentiels qui s'imposent à eux. Ils peuvent, en effet, plus facilement respecter les ratios prudentiels s'ils reçoivent des titres de dette, bénéficiant de sûretés réelles efficaces. Par ailleurs, compte tenu des engagements qu'ils ont pris vis-à-vis de leurs déposants, ils ne peuvent pas se permettre de perdre de l'argent, en acceptant de devenir de simples actionnaires résiduels. À l'inverse, les fonds opportunistes peuvent être indifférents et plus facilement accepter de recevoir des actions lorsque la situation financière de la société le justifie.

2°) L'intervention d'investisseurs opportunistes peut contribuer à faciliter l'aboutissement d'un accord de restructuration pérenne pour l'entreprise avec les dirigeants de la société : l'arrivée de ce type d'acteurs facilite la consolidation de la dette en un faible nombre de mains. Par définition, les fonds opportunistes qui s'imaginent prendre le contrôle du débiteur, valorisent davantage les instruments de dette émis par le débiteur que les investisseurs qui se cantonnent à une stratégie passive court-termiste. Or, envisager de prendre le contrôle du débiteur nécessite de pouvoir procéder à un nombre important de rachats sur le marché secondaire de la dette. Pour cette raison, on observe parfois, au fur et à mesure que l'entreprise connaît des difficultés, une consolidation de la dette entre un faible nombre de mains. Cette consolidation peut être bienvenue pour les dirigeants d'entreprise car elle facilite beaucoup les négociations. Les dirigeants d'entreprise peuvent alors compter sur le soutien de plusieurs créanciers importants pour faire adopter un plan de restructuration. Des accords de soutien au plan peuvent alors être signés entre les parties, aux termes duquel, les investisseurs s'engagent à approuver le plan selon des modalités définies d'un commun accord. Les investisseurs se portent également fort, qu'en cas de cession de leurs titres à des tiers, ses derniers respecteront les engagements pris par le cédant au titre de l'accord. En l'absence de fonds opportunistes, les volumes d'échanges de la dette restent très importants sur le marché secondaire de la dette, ce qui rend extrêmement difficile un accord. La restructuration de Technicolor en 2009 a été particulièrement difficile pour cette

[155] V. pour une présentation de ce débat : M. Harner, J. Marincic, Griffin, J. Ivey-Crickenberger « *Activist Investors, Distressed Companies, and Value Uncertainty* », 2013, *Tennessee Journal of Business Law 15*. M. Harner, « *Trends in Distressed Debt Investing: An Empirical Study of Investors' Objectives* ». *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, No. 69, 2008, disponible sur SSRN: https://ssrn.com/abstract=1147643 ; W. Jiang, K. Li, W. Wang, « *Hedge Funds and Chapter 11* ». *Journal of Finance*, Volume 67, Issue 2, April 2012, Pages 513–560.

raison. Sans consolidation de la dette, les prêteurs sont certes, de nouveaux investisseurs experts des situations « spéciales ». Ils se distinguent toutefois des investisseurs susceptibles de chercher à devenir actionnaire de la société. Ils ont pour objectif d'être remboursés le plus vite possible par la société, au besoin avec le produit de l'augmentation de capital de la dernière chance, peu importe si l'opération ne fait que reporter à plus tard les décisions difficiles. En fin de compte, le lancement d'une telle augmentation, comme dans le cas de Solocal Group en 2014, est un signe que les dirigeants se sont laissé convaincre par des créanciers privilégiant une stratégie de court terme, faute de pouvoir envisager de créer de la valeur, en devenant actionnaire. Ce type d'opérations peut être même un signe de défiance de la part des créanciers, quant à la viabilité de la société.

3°) L'intervention d'investisseurs opportunistes permet enfin d'opérer un changement de contrôle au sein de l'entreprise qui peut être salutaire pour régler les problèmes de gouvernance d'entreprise souvent nombreux dans les entreprises en difficulté et qui peuvent être à l'origine même de leurs difficultés. A partir du moment où les créanciers estiment qu'ils sont en mesure de pouvoir récupérer le contrôle de l'entreprise, ils sont désireux de pouvoir être remboursés à travers la plus-value qu'ils comptent réaliser avec les actions. Cette stratégie garantit à la société que les nouveaux actionnaires feront tout pour désendetter l'entreprise dans des proportions suffisantes.

81. – **L'intérêt certain des fonds opportunistes à long terme, sous réserve que l'activité de l'entreprise soit viable**. La présence des fonds opportunistes déployant des stratégies de « *loan to own* » permet de réduire le risque que les dirigeants d'entreprises en difficulté prennent des décisions court-termistes, à la condition cependant que l'activité de l'entreprise soit bien viable. Leur présence est susceptible de réduire le risque que les actionnaires réalisent un mauvais investissement, en participant à une augmentation de capital de la dernière chance, sans concession significative des créanciers. Lorsqu'il existe, toutefois un doute important sur la viabilité de l'activité de l'entreprise, les fonds opportunistes adopteront nécessairement des stratégies plus court termistes qui pourront soulever des critères de la part des autres parties prenantes. L'entreprise ne génère alors pas suffisamment de valeur aux yeux des fonds pour justifier son maintien sur le long terme. Ceci étant précisé, deux conditions sont nécessaires pour permettre à des fonds opportunistes, rachetant la dette des entreprises en difficulté viables, d'émerger dans les processus de négociation, afin de trouver des solutions pérennes pour l'entreprise : (i) un droit des faillites qui facilite le changement de contrôle par les créanciers résiduels de l'entreprise et (ii) des règles de gouvernance d'entreprise qui facilitent ce basculement. Le droit français ne permet à aucune des conditions d'être remplie.

82. – **Concernant la première condition, la procédure collective doit permettre une répartition du risque de manière prévisible, équitable et transparente.** À défaut, la procédure collective empêche la consolidation de la dette dans les mains de quelques créanciers, susceptibles de vouloir prendre le contrôle de l'entreprise. Il est alors peu probable que des fonds d'investissement rachètent, en grande quantité, la dette d'entreprises de taille significative sur les marchés financiers. La réalisation d'une stratégie de *loan to own* nécessite en effet :

(i) que les règles de la procédure collective confèrent le pouvoir d'approuver le plan de redressement de l'entreprise en procédure collective qu'à un nombre limité de classes de créanciers, ayant des droits similaires ; cette condition est d'autant plus

importante lorsque le débiteur a un bilan complexe comprenant plusieurs tranches de dette, conférant des droits différents ; c'est à cette condition que le fonds peut identifier quelles sont les tranches de dette à acheter sur le marché secondaire, afin de mettre en œuvre sa stratégie de prise de contrôle, à défaut le fonds doit envisager d'acheter toutes les tranches de dette de l'entreprise, ce qui est illusoire,

(ii) que cette ou ces classes de créanciers décisionnaire(s) puisse(nt) être identifiée(s) en amont de la procédure collective, de manière prévisible ; cette condition suppose que si la ou les classes de créanciers décisionnaires sont désignées en fonction de l'ordre de priorité des paiements et de la situation financière de la société, à défaut, les fonds opportunistes vont hésiter à procéder à des rachats,

(iii) que les autres classes de créanciers et actionnaires ne puissent pas s'opposer au plan de redressement approuvé par les créanciers décisionnaires, à partir du moment où un certain nombre de garde-fous, connus des créanciers, sont respectés.

83. – En conférant le droit d'approuver le plan à tous les créanciers et actionnaires de la société, le droit des entreprises en difficulté crée de facto une *poison pill* insurmontable, qui empêche la prise de contrôle des grandes entreprises en difficulté, au bilan complexe, par des fonds opportunistes investissant sur le moyen terme. Pour ces raisons, la dette de ces dernières n'arrive pas à se consolider au sein d'un nombre limité de mains et continue à faire l'objet d'un fort volume d'échanges, comme l'a montré le dossier Technicolor[156]. En l'état du droit, les fonds d'investissement ne peuvent acquérir que des entreprises ayant un bilan simple, avec une seule tranche de dette. La prise de contrôle récemment du fournisseur aéronautique Latécoère par le fonds Apollo Management[157] qui avait la particularité de ne pas avoir émis de dette obligataire, est une bonne illustration.

Parallèle avec la crise des dettes souveraines

Le parallèle avec la crise des dettes souveraines est riche d'enseignements concernant les conséquences de l'absence de procédure collective dans les restructurations obligataires. Faute de procédure collective, les restructurations de dette souveraine se caractérisent par l'absence de solution alternative en cas d'échec des négociations amiables. La récente crise de la dette souveraine, que ce soit en Grèce ou en Argentine, a montré les limites d'une approche purement consensuelle du règlement des difficultés. Des situations de blocages inextricables ont parfois empêché pendant longtemps le règlement des difficultés.

La restructuration de la dette grecque a relancé le débat sur l'intérêt de constituer un tribunal international compétent[158]. L'absence de forum en cas d'impasse des négociations sur la dette souveraine complique les négociations consensuelles entre les États souverains en

[156] S. Vermeille, T. François, « *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?* », *op. cit.*
[157] L'Agefi, « *Les actionnaires de Latécoère valident la restructuration du groupe* », 16 juillet 2015.
[158] M. Guzman, J. Stiglitz, « *Creating a Framework for Sovereign Debt that Works* » *op.cit.* ; Ch. Mooney « *A Framework for a Formal Sovereign Debt Restructuring Mechanism: The KISS Principle (Keep It Simple, Stupid) and Other Guiding Principles* », 2015, disponible sur : http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1547 ; A. Haldane, A. Penalver, V. Saporta,S. Hyun Song, « *Analytics of Sovereign Debt Restructuring* », 2003, Bank of England Working Paper No. 203, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=597403.

difficulté et leurs créanciers et ce, quel que soit le droit applicable. On notera que, si les États puissants parviennent à imposer aux investisseurs leur droit national, les États en voie de développement sont souvent contraints d'émettre leurs obligations en droit de l'État de New York. En tout état de cause, la complexité accrue des instruments de dette souveraine a conduit à un accroissement des situations de *hold out.*

Les parties prenantes, le FMI en tête, ont souhaité pour l'avenir réduire les situations de *hold out* et ont proposé une modification des clauses collectives dans les contrats d'émission de dette obligataire. L'objectif affiché était de parvenir à contraindre à accepter un accord, non seulement, les créanciers minoritaires au sein d'une même série d'obligations, mais également des séries entières d'obligations si la majorité des créanciers en valeur et l'État souverain concerné, s'accordaient sur une solution[159].

S'inscrivant à contre-courant de ce mouvement, les économistes Joseph Stiglitz et Martin Guzman ont à juste titre rappelé que la multiplication des clauses collectives dans les contrats de dette ne peut être une solution à tous les problèmes[160]. Les défaillances de marché sont trop nombreuses, les contrats seront toujours perfectibles et les conséquences seront toujours lourdes pour les économies nationales concernées.

Un tribunal (ou *a minima* une procédure d'arbitrage) semble indispensable pour servir d'alternative à la négociation consensuelle et faire respecter l'ordre de priorité ainsi que le traitement équitable des différentes catégories de créanciers.

Parallèle avec la crise de la dette LBO

Les sociétés sous LBO sont, en principe, des sociétés qui ont un potentiel élevé de croissance au moment de leur acquisition par un fonds de *private equity.* Ce dernier a recours au levier financier pour payer son acquisition. Pour cette raison, les entreprises sous LBO sont supposées pouvoir supporter un niveau d'endettement important.

Bien entendu, il arrive qu'il y ait des erreurs dans le choix de la cible, ou que le fonds de *private equity* n'anticipe pas de profonds changements structurels dans le secteur d'activité considéré, ou tout simplement l'éclatement d'une crise financière, comme celle de 2008, qui réduit à zéro les perspectives de refinancement de la dette de ces entreprises lourdement endettées. Pour cette raison, les entreprises sous LBO, bien que supposées avoir été choisies pour leur bonne santé, sont sujettes à un nombre relativement élevé d'opérations de restructuration en France.

Contrairement aux négociations portant sur la dette d'une société cotée au bilan complexe, celles portant sur la dette d'une société sous LBO se caractérisent par 1) la présence d'un actionnaire majoritaire, le fonds de *private equity*, rompu aux négociations et soucieux en principe de préserver sa réputation[161] et par 2) une plus faible dispersion de la dette, même

[159] V. notamment, Ch. DeLong, N. Aggarwal, « *Strengthening the Contractual Framework for Sovereign Debt Restructuring - The 'IMF's' Perspective* », 2016, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2727309.
[160] M. Guzman, J. Stiglitz « *Creating a Framework for Sovereign Debt that Works* », *op. cit.*
[161] *Cf. supra* § 26.

si cette différence tend à s'estomper du fait du recours ces dernières années, de plus en plus important, au marché obligataire des émetteurs classés valeur spéculative (*high yield*) pour financement les acquisitions. Jusqu'à récemment, la dette des entreprises sous LBO se caractérisait par le recours à un pool bancaire et à une dette dite « mezzanine », c'est-à-dire un financement obtenu dans le cadre d'un placement privé.

La coordination entre les créanciers au niveau des entreprises sous LBO est donc en principe plus aisée que dans le cas d'une entreprise cotée au bilan complexe. Le déroulement de la phase d'offres et de contre-offres en amont d'un accord de restructuration est, par conséquent, également plus aisé. Cette situation facilite l'aboutissement d'un accord en dépit des défauts du droit des entreprises en difficulté. Cependant, comme les sociétés cotées, les sociétés non cotées au bilan complexe souffrent de la difficulté à aboutir à un accord pérenne durant la phase amiable des négociations qui s'organisent, dans l'ombre de la procédure collective. Il est alors nécessaire de composer avec les lacunes du droit des entreprises en difficulté.

Sauf si la situation financière de la cible est particulièrement dégradée, le fonds de *private equity* tire profit du droit des entreprises en difficulté pour se maintenir au capital de la société, avec l'accord des établissements bancaires, malheureusement, souvent enclins à remettre à plus tard les décisions difficiles. Les créanciers s'accordent alors souvent sur un désendettement insuffisant de l'entreprise[162].

Cette situation se traduit, par un taux élevé de renégociation des accords conclus dans le cadre d'un *mandat ad hoc* et d'une procédure de conciliation. La vague de restructuration des sociétés sous LBO, qui débuta en 2009, a ainsi montré les limites des procédures dites « amiables » (mandat *ad hoc* et procédure de conciliation) [163].

Dans l'actualité, l'illustration la plus emblématique de la difficulté des procédures amiables à aboutir à un accord pérenne est celle de la restructuration en cours du groupe Vivarte. L'entreprise est soumise à la forte concurrence du secteur du marché du textile. En moins de trois ans, Vivarte a fait l'objet de deux accords de restructuration successifs conclus durant une phase amiable en présence d'un mandataire, après une première renégociation de la dette sans l'intervention d'un médiateur désigné par le tribunal[164] et ce, alors même que le fonds de *private equity*, Charterhouse, à l'origine du LBO, avait accepté très rapidement de « rendre les clés » à un fonds d'investissement spécialisé dans le rachat d'entreprises en difficulté, Oaktree Capital Management, et de ne pas exiger de se maintenir au capital de la société. Par ailleurs, Vivarte illustre le fait que les procédures amiables ne sont pas adaptées pour traiter les difficultés de sociétés souffrant de graves problèmes opérationnels, nécessitant rapidement une séparation des « bons actifs » des « mauvais actifs » sur le modèle de la *bad bank* et de la *good bank*[165] en vigueur en dans les faillites bancaires afin d'éviter un effet la contagion des difficultés au sein de tout le groupe.

---

[162] S. Vermeille, S. Bardasi, « *L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO* », *op. cit.*

[163] *Ibid*, voir également sur l'importance de pouvoir utiliser la procédure collective et non une procédure préventive ou amiable pour traiter les problèmes opérationnels graves des entreprises qui nécessitent la remise en cause des contrats fournisseurs et l'arrêt de prises à bail par exemple W. Adam, A. Levitin, « *The New Bond Workouts* », *op. cit.*

[164] Le Figaro, « *Vivarte a bouclé la restructuration de la dette* », 29 octobre 2014 ; Le Figaro « *Vivarte une restructuration massive attendue* », 17 janvier 2017

[165] *Cf. infra* § 131.

84. – **Concernant la seconde condition, l'absence, en droit français, de devoir de loyauté du dirigeant vis-à-vis des créanciers, augmente le risque que des décisions non pérennes pour l'entreprise soient prises**. Aux États-Unis, les règles de gouvernance d'entreprise contraignent les dirigeants, souvent placés dans une situation de déni, face à la gravité des difficultés[166], à prendre, en amont des difficultés, les décisions qui s'imposent pour assurer le rebond de l'entreprise. De tout temps, le droit aux États-Unis a imposé aux dirigeants, dans le prolongement de leurs obligations à l'égard de la société, d'agir dans l'intérêt de leurs actionnaires[167]. Plus récemment, dans un arrêt « *Credit Lyonnais Bank Nederland v. Pathe Communications* », la jurisprudence de l'État du Delaware a reconnu l'existence d'un devoir de loyauté des dirigeants vis-à-vis des créanciers. Ce devoir de loyauté prend forme lorsque la société se trouve dans une « *zone of insolvency* ». Dans ces circonstances, le droit de certains États américains reconnaît que certaines décisions du dirigeant peuvent ne pas être dans l'intérêt des créanciers et, à ce titre, être sanctionnées. L'argument essentiel tient au fait que, lorsque la société est insolvable, les actionnaires ont par définition tout perdu, ce sont alors les créanciers qui ont le plus à perdre. Dans cette situation, le dirigeant est susceptible de faire courir des risques inconsidérés à la société. Ainsi, il peut être sanctionné pour avoir lancé des projets d'investissement qu'ils savaient être insuffisamment rentables pour assurer le redressement pérenne de l'entreprise. Le devoir de loyauté des dirigeants, vis-à-vis des créanciers, peut ainsi venir réduire la tentation des dirigeants d'organiser une augmentation de capital de la dernière chance qui ne serait pas dans l'intérêt de la société, à long terme.

85. – **Contours du devoir de loyauté en droit américain**. Cette jurisprudence a fait l'objet de controverses dans le monde académique[168]. La délimitation de la « *zone of insolvency* » n'est pas aisée à définir. La jurisprudence a considéré qu'elle suppose que la valeur des actifs de l'entreprise est inférieure à la valeur du passif ou que l'entreprise n'est pas en mesure de faire face à ses obligations dans le cadre normal de ses activités. En dépit du faible nombre de condamnations de dirigeants, cette jurisprudence a eu un impact non négligeable sur le comportement des dirigeants, craignant désormais de voir leur responsabilité être mise en jeu lorsqu'ils n'affrontent pas suffisamment tôt les difficultés[169]. Cette règle de gouvernance d'entreprise joue un rôle particulièrement bénéfique lorsque, en l'absence de bris de covenant, les créanciers ne sont pas en mesure de menacer les dirigeants d'exiger le remboursement anticipé de leurs créances, si ceux-ci ne prennent pas les mesures qui s'imposent. Les règles de gouvernance peuvent ainsi prendre le relais quand la discipline du marché ne peut pleinement jouer son rôle.

86. – Conclusion intermédiaire : Les lacunes du droit des entreprises en difficulté expliquent, principalement, l'absence d'offres publiques d'échanges de titres obligataires en actions, et ce, même si la situation financière de l'entreprise peut justifier un désendettement

[166] *Cf. infra* § 84.
[167] *Cf. infra*, point n°115. Nous revenons sur ce point en détail par la suite. *Cf. infra* note de bas de page 168.
[168] V., par ex. D. Baird, H. Todd, « *Other People's Money* », 2008, *Stanford Law Review*, Vol. 60, Symposium issue, U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 359, disponible sur SSRN: http:// ssrn.com /abstract=1017615 ; A. Hargovan, T. Todd, « *Financial Twilight Re-Appraisal: Ending the Judicially Created Quagmire of Fiduciary Duties to Creditors* », 2016, *University of Pittsburgh Law Review*, Vol. 78, No. 2, 2016 (DOI 10.5195/lawreview.2016.450), disponible sur SSRN: https://ssrn.com/ abstract=2943069.
[169] M. Huebner, H. McCullough, « *The fiduciary duties of directors of troubled U.S. companies: emerging clarity* », 2009, Davis Polk & Wardwell.

rapide et significative. La répartition du risque de manière arbitraire et aléatoire en France, ainsi que l'absence de devoir de loyauté du dirigeant, vis-à-vis des créanciers, complique sévèrement l'aboutissement d'un accord de restructuration, en amont d'une procédure collective. C'est particulièrement le cas pour les débiteurs ayant optimisé leur structure financière et ayant fait face à de nombreux créanciers dispersés sur les marchés financiers. Le peu d'ambition des dirigeants lorsqu'il s'agit de restructurer leurs dettes à l'amiable et l'impossibilité pour les fonds opportunistes susceptibles de prendre le contrôle des entreprises en difficulté, via le rachat de sa dette, d'exercer une discipline sur les dirigeants, a de nombreuses conséquences néfastes pour l'entreprise. Retarder la restructuration en profondeur du bilan risque d'accroître les difficultés de la société et nuire à son redressement. Comme évoqué précédemment, pour assainir leur situation financière, les dirigeants d'entreprise seront probablement incités à trouver des solutions alternatives, aux conséquences peu satisfaisantes. Ainsi, *a priori*, on devrait observer une plus grande propension des entreprises en difficulté en France, par rapport aux États-Unis :

1°) à lancer des opérations de recapitalisation de la dernière chance, en dépit des risques présentés par ces opérations. Cette analyse est confirmée, comme évoqué auparavant, par des études empiriques qui ont mis en évidence un nombre plus important de « *distressed equity offering* » en Europe qu'aux États-Unis[170], ces effets sont étudiés en détail dans la seconde sous-partie de cette partie ;

2°) à céder leurs actifs lorsqu'elles connaissent des difficultés, que ce soit avant ou pendant la procédure collective pour réduire leur endettement. Cette analyse reste à confirmer sur un plan empirique ;

3°) à devoir s'adosser à des entreprises tierces, après avoir dû prendre plusieurs années pour traiter leurs problèmes opérationnels et financiers. Ces débiteurs seront, certes, finalement parvenus à régler leurs difficultés en procédant à des cessions d'actifs et à une ou plusieurs recapitalisations de la dernière chance qui auront pu s'avérer utiles ; de ce point de vue, ces entreprises auront réussi leur redressement. Toutefois, ces entreprises auront perdu de précieuses années. Cette analyse reste à confirmer sur un plan empirique, à ce stade, on remarquera que des entreprises comme Rhodia (rachetée par Solvay en 2010), Bull (rachetée par Atos en 2014) et bien évidemment Alcatel-Lucent (absorbée par Nokia en 2015)[171], longtemps en difficulté, ont toutes fini par s'adosser à un tiers. Même si une consolidation pouvait s'imposer dans leur secteur, en tout état de cause, de tels adossements auraient peut-être pu se faire en sens inverse, si les dirigeants et créanciers avaient eu les moyens de régler plus vite et plus en profondeur les difficultés ;

4°) à devoir ouvrir à l'avenir davantage de procédures collectives pour traiter leur passif obligataire dès lors que les entreprises françaises auront pris l'habitude d'optimiser leur structure financière et de recourir aux marchés obligataires autant que les entreprises américaines.

B) DES AUGMENTATIONS DE CAPITAL DE LA DERNIÈRE CHANCE FAVORISÉES PAR L'ABSENCE D'UN DROIT DES SOCIÉTÉS ET D'UN DROIT BOURSIER EFFICACES

[170] J. Franks, and S. Sanzhar, 2006, « *Evidence on debt overhang from distressed equity issues* » *op. cit.* ; J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », *op. cit.*

[171] *L'Usine Digitale*, « *Alcatel-Lucent, de la CGE en 1898 à la fusion en 2015 en 14 dates* », *14 avril 2015* ; Le Nouvel Obs, « *Des « grands » patrons qui ont désindustrialisé la France !* », 14 mai 2013.

5ème constat **: Faute d'incitation ou de moyens de réduire significativement le niveau de sa dette, le dirigeant français est plus facilement enclin à recourir à des recapitalisations de la dernière chance. La théorie économique dite du « *debt overhang* », postule que des actionnaires rationnels devraient normalement s'abstenir de participer à des opérations qui présentent un risque financier aussi important. Pourtant, les études empiriques réalisées en Europe, ainsi que notre analyse des cas français, montrent un écart entre la théorie et la pratique.**

87. – **Essai de définition de la théorie de *debt overhang***. En théorie, il n'est pas si évident qu'une recapitalisation « de la dernière chance », puisse servir d'alternative à une opération de désendettement par conversion de la dette en actions. Comme évoqué précédemment, les actionnaires sont supposés être sensibles au risque de transfert de richesse entre actionnaires et créanciers. Les économistes ont depuis longtemps mis en évidence, d'un point de vue théorique, comme empirique, le phénomène dit de « *debt overhang* ». Ce phénomène traduit la réticence des actionnaires à laisser les dirigeants réduire le niveau d'endettement de l'entreprise, alors même que cette dernière peut être fortement endettée. A première vue, les actionnaires n'ont aucun intérêt à être réticents. Le risque de défaut s'éloigne et l'entreprise trouve là un moyen par exemple de relancer sa politique d'investissement. Une réduction de la dette n'affecte pas négativement la valeur totale de l'entreprise. Elle peut au contraire contribuer à l'augmenter[172]. Même si tout porte à croire que les actionnaires devraient être favorables à une réduction de la dette, ils ont de bonnes raisons d'y être réticents dans la mesure où les créanciers en sont les premiers bénéficiaires. Une réduction du niveau d'endettement de la société augmente par définition les chances des créanciers de voir leurs créances réglées, sauf à obtenir des créanciers qu'ils concèdent une compensation suffisante, les actionnaires n'ont donc pas intérêt à autoriser une réduction de la dette si l'entreprise est insolvable ou proche de l'être.

88. – **Le phénomène de *debt overhang* trouve sa source dans l'existence d'un conflit d'intérêts inhérent entre les actionnaires et les créanciers**, compte tenu de l'ordre de priorité et d'absorption des pertes. La réduction du niveau d'endettement de la société se traduit mécaniquement par un transfert de la valeur des actionnaires au profit des créanciers. Les marchés financiers prennent régulièrement acte de ce transfert de richesse, chaque fois qu'une entreprise annonce procéder à une augmentation de capital. Cette annonce entraîne mécaniquement une chute du cours de l'action des entreprises concernées[173].

---

[172] V. pour une explication complète, A. Admati, P. DeMarzo, M. Peter, M. Hellwig, C. Pfleiderer, « *Debt Overhang and Capital Regulation* », 2012, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 114, disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=2031204 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2031204

[173] Ce phénomène de *debt overhang* peut même conduire à un phénomène d'addiction à la dette chez les actionnaires. Au lieu de réduire le niveau de l'endettement de la société, ceux-ci peuvent être au contraire encouragés, à supposer que les covenants financiers le permettent, à pousser le dirigeant à augmenter le niveau d'endettement de la société lorsque cette dernière connaît des difficultés. Cette situation s'observe en France chez les sociétés sous LBO. Il est arrivé que les sociétés en situation de surendettement n'hésitent pas à s'endetter davantage et à payer un fort prix pour cela. Les sociétés ont ainsi pu utiliser dans cette perspective le privilège de *new money* de l'article L. 611-11 du code de commerce offert aux apporteurs d'argent frais en procédure de conciliation, à l'issue de négociations avec leurs créanciers portant sur la restructuration de la dette. En dépit du rang de séniorité conféré à cette nouvelle tranche de dette, la rémunération de ce type d'investissement a souvent été ces dernières années à deux chiffres. Ces rémunérations importantes, dans un contexte de taux d'intérêt bas, équivalent souvent à une rémunération d'actionnaire et montrent que la société est toujours dans une situation de surendettement.

89. – **Une gradation des décisions qui défient la théorie**. La réaction des actionnaires aux mesures visant à réduire le niveau d'endettement devrait dépendre du type d'opération envisagé pour réduire le niveau d'endettement. Parmi toutes les options envisageables, les actionnaires devraient en principe être le plus hostiles à une recapitalisation « pure ». Une telle opération conduit à utiliser le produit de l'augmentation de capital en numéraire dans le seul but de rembourser le passif existant. Alternativement, l'entreprise peut réduire son niveau d'endettement en procédant à des cessions d'actifs. Le produit de cession est alors utilisé afin de rembourser sa dette. L'entreprise peut également renforcer ses fonds propres non pas pour rembourser sa dette mais pour réaliser de nouveaux investissements, comme EDF prochainement[174]. Dans ce cas, l'opération conduit à une modification corrélative de l'actif de l'entreprise (du fait de l'inscription de nouveaux actifs) et de son passif (du fait de la réduction de la dette), les actionnaires n'ont pas forcément intérêt à apporter les fonds propres nécessaires. Cette réticence peut exister même si le produit de l'augmentation de capital doit servir à financer des projets, considérés comme rentables pour l'entreprise[175].

90. – **Le risque d'abstention des actionnaires**. Les actionnaires n'ont intérêt à participer à l'augmentation de capital qu'à la condition que le rendement attendu soit suffisant, au regard des risques encourus. Il ne suffit donc pas que les projets de l'entreprise à financer soient rentables, il faut qu'ils soient suffisamment rentables du point de vue des actionnaires. En principe, comme évoqué précédemment, les actionnaires seront sensibles au transfert de richesse qui s'opère entre actionnaires existants, qui ne participent pas à l'augmentation de capital, au profit des actionnaires qui comptent souscrire à l'opération. Si la société est insolvable, il n'y a cependant pas de transfert de richesse qui s'opère. L'entreprise doit ainsi justifier le bien-fondé de l'augmentation de capital en démontrant qu'une portion suffisamment importante de la valeur nette créée par ces projets pourra être captée par les actionnaires. Si la société échoue dans sa démonstration, les actionnaires considéreront que les projets d'investissement n'auront pas d'autre effet que d'enrichir les créanciers qui voient leurs chances d'être remboursé améliorées. Dans ces conditions, les actionnaires devraient en toute logique s'abstenir de participer à l'augmentation de capital. Pour cette raison, les conséquences pour l'entreprise sont évidemment dramatiques, si la théorie du *debt overhang* se concrétise dans les faits. Le problème du *debt overhang* a été mis en évidence par de nombreux économistes, afin d'expliquer la faible reprise de l'économie postérieurement à la crise financière de 2007-2008 du fait du niveau de dette très élevé des entreprises[176].

91. – **Un financement en fonds propres des projets plus difficile en l'absence de concessions significatives**. En contradiction, semble-t-il avec cette théorie, des études mettent en évidence la relation positive entre le niveau de difficulté financière d'une entreprise et la survenance d'une augmentation de capital[177]. Ces résultats ne contredisent

---

[174] Le Monde, « *Augmentation de capital d'EDF qui atteint 4 milliards d'euros* », 28 mars 2017.

[175] S. Myers, « *Determinants of Corporate Borrowing* », Journal of Financial Economics, 5, 147-175, 1977.

[176] C. Reinhart et K. Rogoff, « *The Aftermath of Financial Crises* », 2009, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 99(2), pages 466-72, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1329274 ; F. Occhino et A. Pescatori, « *Debt overhang and credit risk in a business cycle model* », 2010, Working Paper 1003, Federal Reserve Bank of Cleveland, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1595077

[177] Ph. Jostarndt, « *Equity Offerings in Financial Distress - Evidence from German Restructurings* », 2009, *Schmalenbach Business Review*, Vol. 61, pp. 84-111, 2009, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1334110. J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* » *op. cit.* ; J. Franks, and S. Sanzhar« *Evidence on debt overhang from distressed equity issues,* » *op. cit*. Il existe toutefois des circonstances exceptionnelles durant lesquelles les actionnaires peuvent avoir intérêt à participer à une recapitalisation afin de régler les problèmes de liquidité à court terme. Après la crise financière de 2008, le

pour autant pas la théorie du *debt overhang* à la condition que les projets financés avec le produit de l'augmentation de capital soient suffisamment rentables pour les actionnaires et/ou que ces derniers ont obtenu préalablement une compensation suffisante de la part des créanciers. Cette compensation doit permettre aux actionnaires de capter une quote-part jugée suffisante de la valeur créée grâce au produit de l'augmentation de capital. Selon la situation financière de la société, le simple rééchelonnement des créances peut ne pas être une compensation suffisante. Compte tenu de la théorie du *debt overhang*, on devine que les entreprises françaises qui ne parviennent pas à obtenir des concessions suffisantes de leurs créanciers obligataires devraient connaître des difficultés à financer leurs projets d'investissement. Le raisonnement est le suivant : s'il est plus dur en France qu'aux États-Unis d'obtenir de leurs créanciers obligataires un remboursement par anticipation de leur dette en contrepartie de l'émission d'actions nouvelles, à situation opérationnelle équivalente, il devrait être plus difficile pour les entreprises françaises de financer en fonds propres leurs projets d'investissement.

92. – **La pratique en contradiction avec la théorie**. Heureusement pour les entreprises françaises, la théorie du *debt overhang* est un mauvais prédicateur des recapitalisations dites de la dernière chance[178]. L'analyse d'un certain nombre de ces opérations réalisées par des sociétés françaises cotées met en évidence des résultats en contradiction avec la théorie. Le tableau en Annexe 1 montre la répétition des augmentations de capital par certains émetteurs très endettés. Certaines opérations servent uniquement au remboursement du passif antérieur. Les augmentations de capital de Solocal en 2014 ou Sequana en 2012 sont les exemples les plus marquants des huit dernières années. Un peu plus tôt, les augmentations de capital successives de Rhodia[179] ont également marqué l'actualité. Après avoir réalisé plusieurs cessions d'actifs, Rhodia organise une recapitalisation en décembre 2008 (la deuxième en deux ans) à laquelle son actionnaire principal, Sanofi-Aventis, ne participe pas. L'opération vise à renflouer ses fonds propres négatifs de près de 690 millions d'euros. Les fonds levés sont alloués à hauteur de 420 millions d'euros au remboursement de la dette, tandis que 150 millions d'euros sont affectés au « financement de projets de développement ». Rhodia finit par être cédée au groupe Solvay en 2011. D'autres recapitalisations, telles celles de Bull[180] et de France Telecom en 2003[181] sont révélatrices de l'écart entre la théorie du *debt overhang* et la pratique.

93. – D'autres opérations de recapitalisation défient moins ouvertement la théorie du *debt overhang* que Solocal dans la mesure où le produit des augmentations de capital sert à

---

marché du crédit a été fermé pour l'ensemble des entreprises, quels que soient leurs fondamentaux (notamment le caractère solvable de ces entreprises). Dans ces conditions, les entreprises peuvent avoir un intérêt à se précipiter sur le marché des actions pour lever de l'argent, avant que celui-ci ne se ferme également. Nous ne sommes, par hypothèse, pas dans ce scénario dans le cadre de notre étude.

[178] J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », *op. cit.*

[179] La Tribune, « *Rhodia lance une augmentation de capital de 604 millions d'euros* », 19 octobre 2008.

[180] *Cf. supra* p. 29.

[181] Conséquence d'une stratégie de développement hasardeuse, France Telecom enregistre des pertes abyssales entre 2001 (-8,8 milliards d'euros) et 2003 (-20,7 milliards d'euros). Son endettement égal à 68 milliards en 2002 en fait la société la plus endettée au monde. Dès 2003, France Télécom met en œuvre un plan de redressement qui vise en particulier à renforcer les fonds propres. L'entreprise réalise une augmentation de capital de plus de 15 milliards d'euros ainsi qu'une offre publique d'échange sur Orange ce qui lui permet de gagner 5,6 milliards d'euros. Quelques années plus tard, en 2006, France Telecom cède sa pépite, Pages Jaunes. Ce niveau d'endettement est d'autant plus inquiétant dans un secteur qui requiert de lourds investissements chaque année. En 2013, France Telecom devient Orange. En 2014, Orange innove et lance une plateforme de dette perpétuelle, en euros et en livres sterling pour 2 milliards 'd'euros (L'Agefi, « *Orange se convertit à la dette hybride pour défendre sa notation* », 24 janvier 2014).

financer les opérations de restructuration, voire même, les projets d'investissement, des sociétés considérées. EDF envisage par exemple d'organiser prochainement une augmentation de capital à hauteur de 4 milliards d'euros « qui vise à faire d'EDF l'électricien performant » et le champion de la croissance basse carbone »[182]. Trois milliards sont souscrits par l'État, dans un contexte, comme le souligne la Cour des comptes « *où l'équation financière d'EDF reste tendue et où les risques attachés à ses grands projets apparaissent non négligeables* »[183]. On peut être sceptique quant à l'intérêt des actionnaires individuels à souscrire à une telle augmentation de capital, même si les projets d'investissement sont supposés être rentables. Les conditions de la recapitalisation de CGG en 2016 illustre également l'écart entre la théorie et la pratique.

Les restructurations successives d'Eurotunnel[184]

Bien que la dette d'Eurotunnel ait pendant longtemps été de nature exclusivement bancaire, l'analyse des conditions de sa restructuration est riche d'enseignements. Le 14 septembre 1995, Eurotunnel annonça qu'elle suspendait le remboursement de sa dette bancaire *junior* d'un montant de 8,56 milliards de livres sterling. Ce défaut fut un des plus importants qu'on n'ait jamais vu en Europe. À cette date, 220 établissements bancaires étaient membres du syndicat bancaire constitué pour les besoins. Ce nombre fut ensuite ramené à 174 lors la restructuration financière.

En 1994, Eurotunnel faisait face à une dette incontrôlable à hauteur de 10 milliards de livres sterling alors que les projections d'endettement de départ n'étaient que d'environ 5 milliards de livres sterling. Les difficultés financières d'Eurotunnel étaient essentiellement liées aux erreurs commises lors de la structuration de ce projet hors norme. Ce dernier était insuffisamment capitalisé et ne comprenait pas de *sponsor*, c'est-à-dire d'actionnaire majoritaire. Le capital d'Eurotunnel se composait effectivement exclusivement d'actionnaires minoritaires, dont beaucoup de particuliers. On avait ainsi commis avec Eurotunnel, les mêmes erreurs qu'au moment de la privatisation d'un certain nombre d'entreprises dans les années 90, comme la Compagnie Général des Eaux.

Ce fut une erreur majeure : lorsque le niveau d'endettement d'une entreprise est particulièrement élevé, comme dans le cas d'Eurotunnel, les conflits d'intérêts entre les différentes catégories d'investisseurs sont exacerbés. Cette situation plaide en faveur d'une concentration du capital, entre un petit nombre de mains de manière à s'assurer que la direction de l'entreprise prend bien en compte les intérêts des actionnaires dans la conduite des affaires de l'entreprise et pas seulement ceux des créanciers… Ces derniers peuvent la conduire à faire des décisions d'investissement qui ne sont pas dans l'intérêt des actionnaires et, par extension, dans l'intérêt de l'entreprise, tant que celle-ci est solvable. Pour cette raison, dans les financements de projets en général, et le financement du tunnel sous la Manche ne fait pas exception, il est indispensable que la société ait un actionnaire majoritaire.

[182] Le Monde, « EDF lance l'augmentation de capital de 4 milliards », 7 mars 2017.
[183] Cour des comptes « *L'État actionnaire* », 2017, p. 52.
[184] L. Vilanova, « *Financial distress, Lender passivity and project finance: the case of Eurotunnel* », 2006, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=675304

Dans le cas d'Eurotunnel, cette situation a donné beaucoup trop de latitude à la direction d'Eurotunnel qui s'est vu reprocher par la suite d'avoir conclu des contrats avec les fournisseurs et autres partenaires d'Eurotunnel à des conditions beaucoup trop onéreuses pour l'entreprise, empêchant toute valeur dans le projet de pouvoir être captée par les actionnaires.

Le groupe fut contraint de réaliser deux augmentations de capital, trois ans puis sept ans seulement après l'introduction en bourse. Ces opérations sur le capital ont eu pour effet d'opérer des transferts de richesse importants des actionnaires individuels au profit des établissements de crédit. Alors qu'en 1994, Eurotunnel procéda à une seconde augmentation de capital, dès l'année suivante, Eurotunnel suspendait le paiement de la dette, laissant supposer qu'Eurotunnel était bien insolvable au moment de l'augmentation de capital…

Les établissements bancaires sont parvenus à capter, pendant toute cette période, tous les flux opérationnels générés par le projet. Ils n'ont donc pas vu d'inconvénient à maintenir le groupe dans un état de détresse financière. Cette situation d'attente des banques était logique dans la mesure où les créanciers n'avaient pas à craindre que les actifs d'Eurotunnel s'évaporent, sous le poids des dettes. La valeur d'Eurotunnel résidait dans les contrats de concession conclus avec l'État français et l'État britannique qui n'étaient pas menacés de disparaître. Par ailleurs, les créanciers *senior* disposaient d'un droit de substitution en cas de défaut d'Eurotunnel sur sa dette.

Le cas Eurotunnel est un cas d'école de spoliation des actionnaires individuels au profit des établissements bancaires. Aucun représentant d'actionnaires ne fut invité à la table des négociations avec les contractants d'Eurotunnel au moment de la structuration du projet... Des recours ont été lancés à l'époque par des associations de minoritaires - deux moyens furent avancés :
- contre les banques au moment de l'augmentation de capital. Sous la pression de l'association de défense des actionnaires d'Eurotunnel (ADACTE), la Commission des opérations de bourses avait initié en 1994 une procédure de sanctions contre les banques pour manipulation de cours (par le biais des achats-reventes massifs auxquels ont notamment participé les banques qui garantissaient l'augmentation de capital) et délit d'initiés.
- contre les dirigeants - délit de présentation des comptes et projections volontairement erronées qui étaient clairement trop optimistes. Après plus de 10 ans de procédure, un jugement est rendu le 4 juillet 2007 par la 11ème chambre correctionnelle du TGI de Paris et relaxe le seul dirigeant que l'ordonnance du juge d'instruction avait renvoyé devant le tribunal correctionnel[185].

Finalement, un premier plan de restructuration en profondeur fut approuvé en avril 1997. Compte tenu de l'impossibilité en droit français d'évincer les actionnaires ainsi que les créanciers sans leur consentement, lorsque la situation financière le justifie, la restructuration ne pouvait déboucher que sur un accord, fruit de concessions de toutes les parties. Cette situation se traduisit, comme il est courant dans les dossiers de restructurations des grandes entreprises françaises, par l'émission d'instruments financiers particulièrement complexes et totalement incompréhensibles pour les actionnaires individuels (émission d'actions ordinaires, d'obligations remboursables en actions, signature d'un prêt participatif, d'une « *resettable facility* » nouvelle dette junior etc., en échange du rachat d'un seul et même prêt dit *junior* d'un montant égal à environ 8 milliards de livres sterling). La proposition prévoyait

[185] Webmanagercenter.com, « *Relaxe de l'ex-coprésident d'Eurotunnel poursuivi pour informations trompeuses* », 4 juillet 2007.

également de distribuer des BSA aux actionnaires existants. Ces BSA avaient pour but, en cas d'exercice de ces deniers en 2001 et 2003, d'éviter une dilution ultérieure par l'effet du remboursement en actions des ORA par la société. En d'autres termes, on demandait à chaque fois aux petits porteurs de faire un pari sur le futur de l'entreprise en repayant un peu plus le passif antérieur !

Dans la volonté de préserver le sort des actionnaires individuels, non responsables de la situation, les parties ont jugé bon de l'encourager à faire des paris financiers illusoires. Les malheurs d'Eurotunnel ne se sont pas arrêtés là, puisqu'il a fallu attendre 2006 pour que la société parvienne enfin à restructurer sa dette financière dans le cadre d'une procédure de sauvegarde. Le plan prévoyait une réorganisation globale d'Eurotunnel cette fois-ci. L'objectif était notamment d'opérer une restructuration de la dette en réduisant le montant global de dette de façon très significative.

Ainsi, il fut prévu de conclure un nouveau prêt à long terme et d'émettre des obligations remboursables en actions (ORA). Ces nouveaux financements devaient permettre de refinancer la totalité de la dette du groupe et de ramener cette dernière de 9,073 milliards d'euros à 4,164 milliards d'euros. Une nouvelle société faitière fut créée et cotée à Paris et à Londres, avec une société miroir de droit britannique émettrice des ORA. Cette nouvelle entité devait ensuite lancer une offre publique d'échange à l'attention des détenteurs d'unités d'Eurotunnel PLC et Eurotunnel SA, permettant à ceux qui apportaient leurs unités à l'offre publique d'échange de devenir actionnaires de la nouvelle entité faitière. En somme, au moyen d'une offre publique d'échange, on parvenait, en dépit des lacunes du droit des faillites, à organiser l'éviction dans des proportions significatives des actionnaires et d'une partie des créanciers. Des droits de relution au bénéfice des actionnaires existants furent toutefois émis pour réduire l'effet dilutif du plan, en fonction du retour à meilleure fortune de la société.

Si on dresse un cas d'école et on imagine la faillite d'Eurotunnel aujourd'hui, aucun fonds d'investissement ne serait en situation de pouvoir prendre le contrôle en rachetant sa dette, compte tenu des règles de la procédure collective. Comme dans Technicolor, il est probable que la société émergerait d'une éventuelle procédure collective, avec toujours trop de dettes, fruit d'un compromis entre toutes les parties.

La restructuration d'Alcatel avant son absorption par Nokia[186]

L'analyse des conditions de la restructuration d'Alcatel permettent de montrer les conséquences sur le long terme de l'impossibilité pour une entreprise de pouvoir rapidement se restructurer sur un plan opérationnel et financier.

Alcatel est issue de la Compagnie Générale des Eaux, la « CGE », qui a été nationalisée en 1982 et privatisée en 1987. La CGE était cependant insuffisamment capitalisée. Alcatel était un leader technologique des années 80 dans la téléphonie fixe et mobile avec le GSM. Alcatel

[186] Telos.eu, « *Alcatel : la débâcle en chantant* », 5 mai 2015 ; Usine nouvelle, « *Le prochain Alstom, c'est Alcatel* », 19 juin 2014.

a cependant mal négocié le tournant Internet, la libéralisation des télécoms et la mondialisation des marchés. L'entreprise a ainsi été victime d'erreurs stratégiques à répétition au cours des dix dernières années et ses difficultés sont se sont aggravées, après sa fusion avec Lucent technologies, entreprise américaine déjà en grandes difficultés. L'espoir d'ouvrir par cette fusion le marché américain des télécoms de l'avenir s'effondra cependant très rapidement.

Sur le plan financier, Alcatel n'est jamais parvenue à se remettre de son problème de sous-capitalisation, liée à l'histoire de la CGE. À son arrivée en 1995, Pierre Tchuruk s'est retrouvé pris en étau entre les besoins financiers nécessaires au développement de l'activité télécom-information et l'immensité d'un empire issu du temps de la pratique des conglomérats, aux capitaux propres insuffisants. Au début, Pierre Tchuruk règle le problème par l'endettement, mais il est freiné par l'éclatement de la bulle Internet, qui l'oblige à comptabiliser des pertes massives. À aucun moment, Alcatel n'a été en mesure de significativement réduire sa dette.

Fin 2012, Alcatel-Lucent est contrainte de mettre ses brevets en gage auprès de Goldman Sachs pour se financer. Alcatel a ensuite émis des OCEANES (obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes). En 2014, Alcatel-Lucent réussit une recapitalisation de la dernière chance d'un montant de 995 millions d'euros et dans le même sillage, un programme obligataire *high yield* de 750 millions d'euros et un prêt syndiqué de 500 millions d'euros ! Ce plan visait à maîtriser la dette du groupe et de financer le redressement de l'entreprise. Lors de l'annonce du plan, la bourse a très évidemment très mal avec une baisse du titre de 8%.

Alcatel a au total fait l'objet de cinq restructurations consécutives. Au bord de la faillite, Alcatel a fini par réussir sa restructuration et à être absorbée par Nokia en 2015. Les actionnaires qui ont investi en 2013, au moment de l'augmentation de capital de la dernière chance, ont pu réaliser une plus-value significative, après avoir dans le passé subi de nombreuses pertes.

94. – L'écart existant entre la théorie du *debt overhang* et la réalité nécessite des explications. Nous verrons que pour que la théorie se concrétise dans les faits, un certain nombre de conditions doivent être réunies. Certaines de ces conditions sont d'ordre juridique, en particulier en ce qui concerne les règles de la gouvernance d'entreprise. Nous verrons dans quelle mesure le nombre important de recapitalisations dites « de la dernière chance » est révélateur des défauts du droit des sociétés et du droit boursier.

6ème constat **: L'écart entre la théorie et la pratique s'explique d'abord par la difficulté pour les actionnaires minoritaires, placés dans une situation d'asymétrie d'information, à évaluer correctement leur intérêt patrimonial dans de telles opérations. Cet écart s'explique également par la propension de l'actionnaire minoritaire à se laisser prendre au piège par ses propres biais cognitifs qui l'empêchent parfois d'adopter un comportement rationnel.**

95. – La théorie postule que l'actionnaire est en mesure de se prononcer sur la pertinence de

l'augmentation de capital à l'aune de ses intérêts patrimoniaux. La théorie repose sur l'hypothèse que l'actionnaire dispose de l'information suffisante (première condition) et qu'il agit de manière rationnelle (seconde condition). Ces deux hypothèses sont rarement vérifiées en pratique.

96. – **En ce qui concerne la première condition tenant à une situation d'information quasi parfaite**, la réalité montre que l'actionnaire dispose rarement d'un niveau d'information suffisant, ou à tout le moins, il ne prend pas suffisamment connaissance des informations à sa disposition. Pour être en mesure de se prononcer sur la pertinence de l'augmentation de capital, l'actionnaire doit connaître la situation financière de la société ainsi que ses perspectives à moyen et long terme. Connaître le montant des revenus actuels générés par l'entreprise ne suffit pas, l'actionnaire doit être convaincu du caractère profitable de l'activité de l'entreprise à plus long terme. De la même manière, connaître les produits ou prestations fournis actuellement par l'entreprise est insuffisant, l'actionnaire doit être convaincu que les produits ou services fournis demain seront adaptés à la demande et au marché. Collecter l'information indispensable à la prise de décision a un coût pour l'actionnaire.

97. – Le dirigeant détient, par essence, davantage d'informations spécifiques à la conduite de l'activité de l'entreprise que l'actionnaire minoritaire. À supposer que le dirigeant soit pleinement disposé à transmettre toute l'information pertinente au marché (il ne le fait jamais en pratique afin de protéger l'entreprise vis-à-vis de ses concurrents et d'engager sa responsabilité), communiquer correctement cette information au marché n'est pas toujours aisé. Il s'agit en effet de livrer une information, la plus complète possible, sur les biens et services produits, les perspectives de croissance, les conditions sectorielles etc. permettant de se faire une idée sur les résultats futurs de l'entreprise.

98. – **La nécessité d'imposer aux dirigeants d'entreprises de publier leurs prévisions**. Par ailleurs, l'information nécessaire à la prise de décision de l'actionnaire n'est souvent pas complètement disponible, même pour le dirigeant supposé être le mieux placé. Par exemple, la poursuite du plan de redressement mis en place par le dirigeant peut être conditionnée à un apport d'argent frais, justifiant une recapitalisation de l'entreprise. Ainsi, le plan de redressement n'a alors pas porté ses fruits au moment où l'actionnaire doit prendre sa décision de réinvestir au capital de la société. Un certain nombre de conditions tenant à la bonne exécution du plan de restructuration ne sont pas encore réunies. Le rebond de l'entreprise peut, par ailleurs, être lié à des facteurs exogènes que le dirigeant ne maîtrise pas. Ces conditions peuvent être pourtant cruciales pour apprécier pleinement les perspectives à venir de l'entreprise. Même le dirigeant dans cette hypothèse n'a pas l'information suffisante pour garantir la bonne exécution du plan de restructuration. Pour ces raisons, il fait rarement des prévisions. Le droit boursier ne l'oblige pas à cet égard. L'analyse des 82 opérations de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, toutes tailles confondues, révèle que les émetteurs font rarement des précisions. S'ils devaient s'y aventurer, ils font tout juste des prévisions concernant l'année en cours. Or, *a minima*, il lui faut comprendre les objectifs que doit remplir la société, pour que l'augmentation de capital soit créatrice de valeur pour lui.

99. – **L'intérêt de garantir l'opération dans l'appréciation de l'intérêt patrimonial de l'opération pour les actionnaires.** Le fait que l'opération de recapitalisation soit garantie par un établissement bancaire permet d'éviter à l'actionnaire de se préoccuper de savoir si

l'augmentation de capital sera souscrite dans des proportions suffisantes pour que la totalité des opérations envisagées par la société, justifiant la réalisation d'une augmentation de capital, soit réalisée. L'actionnaire n'a alors plus qu'à se préoccuper de l'intérêt que revêt l'opération pour lui et pas de savoir comment vont réagir les autres actionnaires. Lorsqu'il apprécie l'intérêt que l'opération revêt, l'actionnaire minoritaire devrait faire abstraction du passé et se focaliser uniquement sur l'intérêt que présente l'opération pour lui, sur un plan patrimonial, au regard du risque encouru. La décision de l'actionnaire de participer à l'opération de recapitalisation dépend de plusieurs facteurs, notamment du prix de souscription des actions nouvelles réservées aux actionnaires de la société, des perspectives de trésorerie futures de la société et donc la valeur d'entreprise, une fois les ajustements opérationnels réalisés, du coût de l'argent sans risque et bien entendu du montant des concessions obtenues auprès des créanciers. Pour cette raison, se forger un avis en l'absence d'une communication suffisante de la part de la société, et en particulier en l'absence de prévisionnels, paraît assez illusoire.

100. – **Valeur des actions souscrites**. Le monde académique s'accorde pour dire que les exercices de valorisation réalisés sur les sociétés en difficulté sont extrêmement difficiles à réaliser[187]. De manière générale, déterminer la valeur d'une entreprise est un art difficile. Cet exercice est encore plus difficile lorsque la société est en difficulté. Les actions nouvelles souscrites dans une entreprise en difficulté prennent ainsi la forme d'une option dont la valeur dépend de facteurs clairement identifiés :

1°) la volatilité de la valeur d'entreprise du débiteur (très importante dans certains secteurs considérés comme très cycliques, tels que les secteurs automobiles et pétroliers). Moins cette volatilité est importante, plus la valeur de l'option est réduite ; pour cette raison, participer à la recapitalisation de PSA, de CGG ou Vallourec fait plus de sens que participer à la recapitalisation de Bull ou de Technicolor *a priori*,

2°) l'historique de la valeur d'entreprise du débiteur et ses espérances de croissance : plus l'activité du débiteur est décroissante dans le temps, plus la probabilité que la société ne parvienne pas à payer à l'échéance sa dette est importante et donc plus la valeur de l'option est réduite, pour cette raison participer à la recapitalisation de Solocal Group, Sequana, Gascogne est très risqué ;

3) l'écart entre le montant de la dette financière et la valeur d'entreprise : plus l'écart est grand, plus la probabilité que la société ne parvienne pas à payer à l'échéance sa dette est importante ; et, enfin,

4) la durée de la période précédant la date d'expiration de l'option, c'est-à-dire la date d'exigibilité de la dette financière : plus la durée de cette période est courte, plus la valeur d'option est réduite.

101. – **L'indispensable communication de prévisionnels**. Au vu des résultats des études empiriques faisant état d'un niveau du rendement moyen de l'action des sociétés en difficulté, inférieur à celui des sociétés en bonne santé[188], le droit devrait exiger les actionnaires sont en droit d'exiger des entreprises en difficulté un niveau d'information encore plus important que dans les entreprises en bonne santé. Pour cette raison, il paraît

[187] A. Eisdorfer, A. Goyal, A. Zhdanov *« Misvaluation and Return Anomalies in Distressed Stocks »*, 2011, Swiss Finance Institute Research Paper No. 12-12.
[188] *Cf. supra* § 7.

utile de renforcer les obligations mises à la charge des entreprises en difficulté, lorsqu'elles envisagent de réaliser des opérations sur le capital de la dernière chance. Nous proposons, pour cette raison, d'obliger les entreprises à divulguer, à trois ans, les projections de plan d'affaires, venant au soutien de leur décision de réaliser une recapitalisation de la dernière chance. Les entreprises devront en particulier clairement communiquer les facteurs objectifs, à l'appui desquelles, elles effectuent leurs prévisions permettant de justifier de l'intérêt de la recapitalisation pour un actionnaire minoritaire averti. La pertinence de ces facteurs objectifs, comme des projections de l'entreprise, devraient faire être validées par un expert indépendant, pouvant être le cas échéant, les commissaires aux comptes.

102. – **En ce qui concerne la seconde condition, tenant au caractère rationnel de la décision d'investissement de l'actionnaire,** cette condition est également difficilement remplie. L'actionnaire souffre souvent de biais cognitifs. Ces biais sont exacerbés par d'autres facteurs qui empêchent l'actionnaire de prendre une décision d'investissement rationnel :

1°) L'actionnaire minoritaire risque de prendre sa décision d'investissement, au regard de la différence entre, d'une part, le cours de bourse de l'action au moment de l'annonce et, d'autre part, le prix de souscription offert dans le cadre de la recapitalisation. Les modalités de l'augmentation de capital sont, en effet, fixées de manière à convaincre le plus possible l'actionnaire de participer à l'opération. Le prix de souscription des actions nouvelles est toujours significativement inférieur au cours de bourse de la société, juste avant l'annonce de l'opération. L'actionnaire peut ainsi avoir l'impression de faire une « bonne affaire », car il présume que ce cours de bourse est un prix qui reflète la juste valeur de la société au regard de ses difficultés. Or, le cours de bourse de l'actionnaire est un mauvais référentiel tant l'appréciation de l'étendue des difficultés de la société est difficile à réaliser. En effet, les dirigeants hésitent souvent, dans ces circonstances, à transmettre toute l'information pertinente. Le risque que l'actionnaire utilise à tort le cours de bourse avant l'annonce de l'opération, comme référentiel, est aggravé par le fait que la société insiste sur l'intérêt pour l'actionnaire de participer à la recapitalisation, afin d'éviter une dilution massive de ses droits. S'il ne souscrit pas à l'augmentation de capital, l'actionnaire est averti du fait que le cours du droit préférentiel de souscription pourrait ne pas constituer une juste compensation de la dilution de ses droits. Quel que soit l'intérêt que présente une recapitalisation pour l'actionnaire, les droits préférentiels de souscription ne sont presque jamais échangés sur les marchés à un prix qui reflète la valeur supposée juste du droit à souscrire des actions nouvelles de la société avec une décote. Cette situation est liée au fait que la recapitalisation conduit souvent à l'émission d'un grand nombre d'actions nouvelles sur les marchés, au regard de la capitalisation de la société. Le marché n'arrive alors pas à absorber cette offre importante d'actions nouvelles.

2°) Par ailleurs, l'actionnaire minoritaire risque de prendre sa décision d'investissement en fonction de la différence entre, d'une part, le cours historique de l'action au moment où il a acquis ses actions, ou à tout le moins le cours moyen du cours des six mois précédents et, d'autre part, le prix de souscription. Or, il est fréquent que l'opération de recapitalisation survienne après une longue descente aux enfers du cours de bourse de la société. Pour cette raison, la décision de l'actionnaire peut être motivée par le désir de « se refaire ». Dans cette hypothèse, il souffre alors du biais de confirmation. Ce biais explique la tendance de l'actionnaire à ne rechercher et à ne prendre en considération que les informations qui confirment ses

croyances de départ sur les perspectives de l'entreprise. Ainsi, son opinion est ancrée au moment de l'achat de ses actions, l'actionnaire ignore, voire discrédite, celles qui les contredisent. Le risque que l'actionnaire utilise à tort le cours historique de l'action, au moment de l'acquisition, est aggravé par le fait que la société insiste sur l'intérêt pour l'actionnaire de participer à la recapitalisation et ce, afin de profiter du retournement de situation, présenté souvent comme acquis par la société, à travers sa communication.

104. – Pour toutes ces raisons, l'actionnaire mesure insuffisamment l'étendue de l'alignement entre son intérêt, celui des dirigeants et celui de l'entreprise. Il peut ainsi ne pas réaliser que, faute pour les créanciers d'avoir concédé de véritables concessions, son intérêt patrimonial à participer à la recapitalisation est faible. L'intérêt de protéger les actionnaires minoritaires contre les leurs propres biais cognitifs est discutable. Après tout, les actionnaires sont aujourd'hui pour la plupart des investisseurs avertis et non plus des particuliers comme autrefois. Par ailleurs, investir sur les marchés financiers comporte naturellement des risques que les actionnaires sont supposés accepter.

105. – **Une solution alternative : les PIPEs**. À ce stade, il faut se demander s'il n'est pas préférable d'encourager les sociétés en difficulté à solliciter un investisseur, spécialisé dans le type de financement considéré et qui dispose donc d'un meilleur niveau d'information que les actionnaires historiques ayant une politique d'investissement plus large. La recapitalisation de la société peut alors prendre la forme d'une augmentation de capital réservée à personne dénommée (*private investment in public offering*) ou « PIPE ». Ceci suppose, compte tenu de l'existence d'un « *distressed puzzle* [189]» de pouvoir offrir, à ce type d'investisseurs, une perspective de rendement supérieur à la perspective de rendement que la société en difficulté aurait été en mesure d'offrir à ses actionnaires, si elle avait ouvert la souscription à l'opération à tous ses actionnaires. En d'autres termes, la société serait amenée à offrir au bénéfice d'un seul investisseur de souscrire à des actions nouvelles avec une décote, particulièrement importante, de sorte que ledit investisseur détiendrait alors, postérieurement à l'opération, une part significative du capital.

106. – **Les obstacles au recours aux PIPEs en France**. L'appréciation extensive de l'AMF en matière d'égalité traitement des actionnaires empêche souvent la réalisation de PIPEs en France lorsque la société est en difficulté financière. L'AMF exige en effet dans ces circonstances que tous les actionnaires puissent participer, s'ils le souhaitent, à la recapitalisation de la société dès lors que le prix de souscription est significativement inférieur au cours de bourse, ce qui est par hypothèse le cas[190]. Une modification de la doctrine de l'AMF en la matière est souhaitable. Comme évoqué précédemment, il est fréquent aux États-Unis que les entreprises réalisent des PIPEs lorsqu'elles sont en difficulté et qu'elles veulent rapidement bénéficier d'un apport en fonds propres[191]. Il est vrai que les PIPEs ont parfois fait l'objet de controverses lorsque le prix de souscription offert à l'investisseur était indexé sur l'évolution du cours de bourse, postérieurement à la réalisation de l'opération. Ainsi, plus le cours de l'action baissait, plus la quote-part du fonds d'investissement au capital de la société augmentait. Ce type de clause serait évidemment

[189] *Cf supra 7.* § Le « *distressed puzzle* » exprime le fait que le niveau de rendement moyen de l'action d'une société en difficulté anormalement bas.
[190] Cette doctrine de l'AMF n'est toutefois pas publique.
[191] S. Chaplinsky, « *Pipes: Private Equity Investments in Distressed Firms* », 2008, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=909741.

illégal en France, dans la mesure où il conduirait l'actionnaire à s'exonérer des pertes. Les dernières opérations de PIPEs aux États-Unis ont été réalisées à un prix fixe[192]. Les PIPEs restent un moyen de rapidement permettre à une entreprise d'améliorer sa situation de trésorerie dans un contexte de marché difficile et de forte défiance du marché, à un stade très en amont des difficultés.

107. – En tout état de cause, le meilleur moyen pour le législateur de traiter à la fois, d'une part, le problème lié à la situation d'asymétrie d'information dans laquelle se trouvent les actionnaires minoritaires et, d'autre part, le risque que leur décision d'investissement ne soit pas rationnelle, est d'exiger des entreprises qu'elles s'interdisent de proposer à leurs actionnaires de participer à des opérations de recapitalisation, lorsque l'opération n'est clairement pas dans l'intérêt des actionnaires compte tenu de l'évolution de l'activité de la société. Cet objectif ne peut être atteint qu'à la condition que les dirigeants de ces entreprises défaillantes s'obligent à agir dans l'intérêt des actionnaires. Nous verrons que les règles de la gouvernance d'entreprise, applicables en France, sont loin de permettre que cet objectif soit atteint.

7ème constat **: L'écart entre la théorie et la pratique s'explique également par la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouve le dirigeant, qui trouve fréquemment un intérêt personnel à organiser une recapitalisation de la dernière chance pour conserver ses avantages, notamment son emploi et/ou à éviter d'entacher son CV d'une expérience de la procédure collective pour une société dont il avait la charge. Plus généralement, l'écart s'explique par l'insuffisance des règles françaises de gouvernance d'entreprise qui n'offrent aux actionnaires minoritaires aucun outil efficace pour se protéger contre la tendance naturelle des dirigeants à faire courir à l'entreprise en difficulté un risque excessif dans ces circonstances.**

108. – Les difficultés rencontrées par les actionnaires pour apprécier la gravité de la situation de l'entreprise en difficulté justifient qu'ils s'en remettent à la décision du dirigeant, en principe mieux placé. Le dirigeant devrait, en conséquence, s'abstenir de proposer une recapitalisation de l'entreprise lorsqu'une telle opération est probablement contraire à l'intérêt patrimonial de ses actionnaires minoritaires. Autrement dit, le dirigeant devrait s'abstenir de proposer une émission d'actions nouvelles lorsqu'il sait qu'il fait prendre aux actionnaires un pari financier démesurément risqué. Si l'appétence pour le risque varie d'un actionnaire à l'autre, le dirigeant devrait s'abstenir lorsque le risque d'échec est vraiment élevé. Cette position est, au demeurant, dans l'intérêt de la société car, lorsque le risque est trop élevé, la société est probablement dans une situation d'insolvabilité. Il est alors probable que l'augmentation de capital soit suffisante sur le long terme.

109. – L'écart entre la théorie du *debt overhang* et la pratique montre que le dirigeant peut ne pas agir dans l'intérêt des actionnaires : soit parce qu'il poursuit un intérêt personnel, distinct de celui des actionnaires, soit parce qu'il agit dans l'intérêt immédiat de l'entreprise au détriment de l'intérêt des actionnaires, soit encore parce qu'il agit de manière irrationnelle, tombant dans le piège des biais cognitifs et des heuristiques, comme évoqué précédemment.

---

[192] S. Champlinsky, D. Haushalter, « *Financing Under Extreme Risk: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity* », 2006, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=907676.

110. – **Concernant le risque que le dirigeant tombe dans le piège des biais cognitifs** : les travaux en économie comportementale mettent en évidence que les dirigeants d'entreprise ne sont pas différents du reste de la population sur un plan psychologique. Comme la plupart des êtres humains, les dirigeants pêchent en général par excès de confiance et ont, par conséquent, tendance à faire courir des risques excessifs à l'entreprise[193].

111. – Au début de leur parcours, les dirigeants sont moins concernés par ce biais. Ils le deviennent au fil de leur expérience pris au piège par l'effet d'un second biais cognitif, appelé biais d'attribution[194]. Ce biais se traduit par une tendance naturelle de l'individu à sous-évaluer le poids des facteurs externes (situations, événements extérieurs, autrui) et à surévaluer le poids des facteurs d'ordre personnel (dispositions personnelles naturelles, traits de personnalité, intentions, efforts) dans l'analyse des facteurs de sa réussite professionnelle. Par suite, les dirigeants ont tendance à s'attribuer excessivement les succès de l'entreprise. Leur accumulation conduit à ce qu'un dirigeant, qui ne péchait pas au début de sa carrière professionnelle par excès de confiance, fasse courir des risques excessifs à son entreprise[195].

112. – La recherche a mis en évidence que l'excès de confiance du dirigeant se traduit, lorsque l'entreprise est en proie à des difficultés financières, par un excès d'optimisme. Le dirigeant adopte alors une attitude trop conservatrice[196]. Le dirigeant a des difficultés à regarder la réalité en face et à tendance à penser que les succès du passé, feront les succès de demain. Cette difficulté à apprécier la gravité des difficultés de l'entreprise peut naturellement conduire le dirigeant à préférer gagner du temps et à remettre à plus tard les décisions difficiles. Cette attitude peut conduire le dirigeant, de bonne foi, à demander à ses actionnaires de recapitaliser la société, afin de permettre à la société de surmonter les difficultés qu'il considère comme passagères. Pour cette raison, il est particulièrement important qu'il existe au sein de l'entreprise, et en particulier au sein des conseils d'administration, des contre-pouvoirs effectifs face aux dirigeants[197].

---

[193] Le référentiel pour apprécier le comportement rationnel d'un agent est l'*Homo œconomicus*. C'est une représentation théorique du comportement de l'être humain. Il est à la base du modèle néo-classique en économie. La rationalité se caractérise comme la cohérence interne et logique d'un comportement dans un système de préférence et de croyance donné. Un comportement rationnel suppose que celui qui prend la décision doit avoir un ensemble de préférence bien établi au point de pouvoir attribuer à chacune des options une valeur utilitaire bien définie et pouvoir ainsi établir une hiérarchie des préférences. 'Une comportement est dit rationnel si, comme évoqué précédemment, l'être humain dispose de toute l'information nécessaire à la prise de décision, et qu'il puisse ainsi mesurer pleinement les conséquences de telle ou telle option. Il doit enfin pouvoir avoir les dispositions cognitives suffisantes pour évaluer chacun des scénarios possibles. v. B.A. Mellers, A. Schwartz, A.D. Cooke, « *Judgment and decision making* », 1999, *Annu. Rev. Psychol*., 49:447-77.

[194] *Ibid*.

[195] V. Voir par ex. A. Goel, A. Thakor, « *Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance* », 2008, 63 J. FIN. 2737, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890274 ; D. Langevoort, « *The Organizational Psychology of Hyper-competition: Corporate Irresponsibility and the Lessons of Enron* », 2002, 70 GEO. WASH. L. REV. 968.

[196] A. Goel, A. Thakor, « *Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance* », *ibid*.

[197] Le code de bonne conduite des entreprises rédigée par l'AFEP/MEDEF encourage bien entendu les entreprises à constituer leur conseil d'administration de manière à contrebalancer les pouvoirs des dirigeants. Il pourrait être intéressant d'insister sur le rôle particulièrement important que les membres indépendants du conseil d'administration doivent être amenés à jouer lorsque l'entreprise prend des décisions qui sont susceptibles de créer un conflit d'intérêts entre l'entreprise et ses actionnaires. Ce n'est pas le cas en pratique dans la mesure où aucun devoir de loyauté n'est mis à leur charge, si ce n'est le respect de l'intérêt social de la société qui n'est pas un indicateur suffisant lorsque la société est en grande difficulté et tous les intérêts en présence sont exacerbés.

113. – **Concernant le risque que le dirigeant soit dans une situation de conflit d'intérêts** : la poursuite par le dirigeant de son intérêt personnel peut également conduire celui-ci à prendre des décisions contraires à l'intérêt de la société et, plus particulièrement, à celui des actionnaires. Un conflit d'intérêts peut en effet opposer les actionnaires et le dirigeant d'entreprise à partir du moment où le contrôle et la propriété de l'entreprise sont dissociés, comme c'est fréquemment le cas dans les sociétés cotées de taille significative. Lorsque la société connaît des difficultés financières, le risque de conflit d'intérêts entre les actionnaires et le dirigeant est exacerbé dans la mesure où les effets d'un défaut pour le dirigeant sont significatifs. La procédure collective entraîne de sévères conséquences pour les dirigeants, notamment une réduction très importante de leur rémunération dans les deux/trois années qui suivent la perte de son emploi[198]. Aux États-Unis, une étude a mis en évidence que 70% des dirigeants perdent leur emploi une fois que la société a émergé de la procédure collective[199]. De manière générale, le dirigeant est susceptible de perdre tous ses avantages acquis dans l'entreprise. Il peut également perdre le capital humain spécifique qu'il a développé au profit de celle-ci et qui serait probablement difficilement mis à profit dans une autre entreprise.

114. – Le dirigeant peut aisément dans ces conditions commettre, par exemple, des actes à l'insu de ses actionnaires qui sont contraires à l'intérêt de ces derniers. Le dirigeant a par exemple un intérêt personnel à investir dans des projets en dépit du fait qu'ils sont peu créateurs de valeur dans le seul but d'éviter de perdre son emploi[200]. Il peut également se retrouver dans une situation d'aléa moral, en ne divulguant pas des informations essentielles sur l'avenir de la société à ses actionnaires. Lorsque ces derniers ne sont pas suffisamment informés, ils ne sont pas en mesure de connaître tous les paramètres qui ont conduit le dirigeant à prendre sa décision. Les actionnaires ne peuvent alors pas juger de la pertinence de la décision du dirigeant, comme celle d'organiser une opération de recapitalisation[201].

115. – Pour toutes ces raisons, des contre-pouvoirs, à la fois externes et internes à l'entreprise sont absolument essentiels dans une entreprise afin d'améliorer sa gouvernance. Ces contre-pouvoirs sont encore plus essentiels lorsque l'entreprise connaît des difficultés financières. En effet, cette situation exacerbe le risque de conflits d'intérêts entre les différentes parties non seulement entre le dirigeant et ses actionnaires mais également entre l'entreprise et ses actionnaires et créanciers. Les contre-pouvoirs doivent fonctionner de manière à ce que les décisions engageant l'avenir de l'entreprise soient prises en

---

[198] V. notamment E. Eckbo, K. Thorburn, W. Wang, « *How costly is corporate bankruptcy for the CEO?* », 2016, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 121(1), pages 210-229, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2138778.

[199] K. Ayotte, et E. Morrison, « *Creditor Control and Conflict in Chapter 11* », 2009, The Journal of Legal Analysis, Vol. 1, No. 2, pp. 511-551, disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=1463413 ; L. LoPucki et W. Whitford, « *Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large Publicly Held* Companies », 1993, 78 Cornell L. Rev. 597.

[200] J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », *op.cit*. Il a par ailleurs été mis en évidence que la perte de rémunération, l'évaporation du capital humain développé pour les besoins spécifiques de 'l'entreprise et l'effet réputationnel encouragent les dirigeants à continuer à financer des projets qui ne créent pas de valeur. V. notamment S. Grossman, O. Hart, J. McCall. « *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives* », 1982, *The Economics of Information and Uncertainty* (University of Chicago Press), pp. 107–140. ISBN 0-226-55559-3 ; Ph. Aghion, P. Bolton, « *An incomplete contracts approach to financial contracting* », 1992, *Review of Economic Studies*, 77: 338-401 ; M. Dewatripont, J. Tirole, « *A theory of debt and equity : Diversity of securities and manager-shareholder congruence* », 1994, *Quarterly Journal of Economics* 109: 1027-1054.

[201] F. Drescher « *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making* », 2013, Edition Springer Gabler, p. 87 et suivantes.

connaissance de cause de l'existence de ces conflits d'intérêts et en conformité avec la loi.

116. – La recapitalisation de la dernière chance d'une entreprise est un bon exemple de décision opposant l'intérêt de l'entreprise, celui de son dirigeant et celui de ses actionnaires et créanciers. Contrairement à l'idée reçue, l'entreprise n'a pas toujours intérêt à la réalisation d'une recapitalisation de la dernière chance qui permet de renforcer ses fonds propres, si cette opération permet de financer des projets d'investissement non rentables Comme évoqué précédemment, l'intérêt des actionnaires est beaucoup moins certain. Quant aux créanciers, ils peuvent avoir plus ou moins intérêt à la réalisation d'une telle opération, en fonction des circonstances. Une étude a mis en évidence que plus la gouvernance d'entreprise d'une société était faible, au regard d'un certain nombre de critères précis[202], plus la propension des dirigeants à réaliser une recapitalisation de la dernière chance était importante. La moindre prise en compte des intérêts des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise, accroît sans surprise le risque d'une recapitalisation de la dernière chance. Ainsi, certaines opérations de recapitalisation de la dernière chance sont réalisées compte tenu de la gouvernance des entreprises jugée défaillante au regard de certains critères internationaux.

117. – Il est symptomatique que le droit des sociétés français ne s'intéresse pas vraiment à la question des conflits d'intérêts au sein de l'entreprise. Il existe peu de dispositions de nature à décourager un dirigeant à réaliser une recapitalisation de la dernière chance trop risquée pour ses actionnaires. Nous relèverons à ce stade :

> 1°) La faiblesse des contre-pouvoirs internes à l'entreprise (membres indépendants du conseil d'administration, assemblées générales) compte tenu de l'absence de devoirs spécifiques des dirigeants français vis-à-vis de ses actionnaires et de ses créanciers, en effet :
>
> > a) la jurisprudence met à la charge du dirigeant une obligation d'agir dans l'intérêt social [203] et non dans l'intérêt des actionnaires en dépit des dispositions du Code civil[204] ; contrairement à d'autres droits étrangers, la poursuite de l'intérêt social par les dirigeants ne s'accompagne pas d'une obligation de loyauté vis-à-vis des actionnaires.
> >
> > b) il n'existe pas, en droit français, un devoir de loyauté général à la charge du dirigeant vis-à-vis des actionnaires et des créanciers (comme nous l'avons évoqué précédemment)[205]. Le manquement flagrant de loyauté du dirigeant

[202] J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », *op.cit.*
[203] V. par exemple Cass. Com, 13 décembre 2005 n°03-18.002.
[204] C. civ., art. 1833.
[205] La jurisprudence a reconnu le devoir de loyauté du dirigeant dans un nombre limité de cas. Certes, le dirigeant doit cependant avoir une gestion conforme à l'intérêt de la société et se montrer loyal à l'égard d'un actionnaire dont il assure, notamment, le reclassement de la participation. Cass. com., 27 février 1996, n° 94-11.241 ; Cass. com. 12 mai 2004, n° 00-15.618 ; Cass. com. 22 février 2005, n°01-13.642 et 11 juillet 2006, n°05-12.024 ; Cass. com., 12 mars 2013, n° 12-11.970 ; Cass. com., 12 avril 2016, n°14-19.200. L'obligation de loyauté consiste pour le dirigeant à informer l'actionnaire cédant sur l'existence de négociations en cours en vue de la revente de ses actions ou à ne pas cacher des informations de nature à influer sur son consentement et *a fortiori* que le dirigeant peut seul connaître. Le champ d'application du devoir de loyauté tend toutefois à s'élargir : obligation de révéler tout conflit d'intérêts, d'observer une obligation d'information et de transparence ou de s'abstenir de tout acte susceptible de concurrencer la société qu'il conduit. Il a, par exemple, été jugé que commet une faute grave en manquant envers l'actionnaire principal au devoir de loyauté figurant dans son contrat de mandat, le directeur général d'une société anonyme qui diffuse auprès des partenaires

vis-à-vis de l'entreprise - uniquement - et pas vis-à-vis des actionnaires n'est finalement sanctionné en droit français que grâce au droit pénal, en particulier le délit d'abus de biens sociaux ;

c) ces insuffisances dans la définition des devoirs du dirigeant présentent nécessairement un obstacle, dans la perspective de mettre à jour les conflits d'intérêts entre les différentes parties impliquées dans une décision. Le droit français ne s'intéresse pas suffisamment à ces questions, ce qui fragilise considérablement la gouvernance des entreprises en difficulté ;

d) ces dispositions du droit français sont singulières par rapport au droit des pays dans lesquels il existe des marchés financiers profonds. Par comparaison, en droit américain (avec quelques variations selon les États), le dirigeant a des obligations fiduciaires (« *fiduciary duties* »), comme évoqué précédemment. Lorsque l'entreprise est solvable, les dirigeants et les administrateurs ont une obligation de prudence et de loyauté envers la société et ses actionnaires[206].

2°) Parmi les contre-pouvoirs externes à l'entreprise, la relative faiblesse des mécanismes de sanction d'ordre public, ainsi :

a) les sanctions en cas de violation des règles de marché destinées à protéger l'investissement des tiers, en particulier, en cas de diffusion d'informations trompeuses, sont insuffisantes ;

b) le législateur en France peine à envisager le droit pénal des affaires comme un moyen permettant d'améliorer l'efficacité des marchés financiers via l'instauration de peines pénales extrêmement sévères (et pas seulement dans l'optique de rétablir l'ordre moral) contrairement à l'usage dans les pays anglo-saxons[207] ; la loi du 21 juin 2016 qui a conduit

---

financiers de la société un message négatif sur la situation financière de la société (alors que l'actionnaire majoritaire lui avait demandé d'être neutre) et de mettre en place des stratégies contraires à l'intérêt de l'actionnaire majoritaire à l'insu du conseil d'administration en consultant des banques spécialisées, en s'apprêtant à entrer en négociation avec un fonds d'investissement concurrent de cet actionnaire alors que certains administrateurs de la société étaient en pleine négociation pour recapitaliser le groupe'. CA Versailles, 1er juil. 2014, n° 12/07800, v. B. Dondero, « *Société anonyme – La loyauté du dirigeant envers l'actionnaire* », La Semaine Juridique Entreprise et Affaire n°38, Septembre 2014. V. Plus généralement sur le devoir de loyauté du dirigeant : B. Daille-Duclos, « *Le devoir de loyauté du dirigeant* », septembre 1998, La Semaine Juridique Entreprise et Affaire n°38.

[206] Cette différence entre le droit des sociétés français et le droit des sociétés américain, en particulier celui de l'État du Delaware, trouve son explication dans le fait que les marchés financiers américains se caractérisent par une structure du capital entre un plus grand nombre de mains. À l'inverse, la structure du capital des grandes sociétés en France et ailleurs en Europe continentale reste très concentrée. Il existe peu d'entreprises qui n'ont pas d'actionnaire de référence. L'actionnaire majoritaire est alors supposé assurer, par son action, la protection des actionnaires minoritaires. En l'absence d'actionnaire majoritaire dans le capital des sociétés américaines, le droit du Delaware est plus soucieux que le droit français d'assurer, à tout moment, un alignement 'd'intérêts entre le dirigeant et ses actionnaires. V. pour une analyse des implications du droit des entreprises en difficulté sur la répartition du capital : J. Armour, B. Cheffins et D. Skeels « *Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and the UK* », 2002, ESRC Centre for Business Research, disponible sur http://econpapers.repec.org /paper/cbrcbrwps/wp226.htm. »

[207] V. notamment T. Brown, « *Nobody Goes to Jail: The Economics of Criminal Law, Securities Fraud, and the 2008 Recession* », 2015, *New England Journal on Criminal & Civil Confinement*, Vol. 41 Issue 2, p. 343-365 ; V. également Th. Moellers, « *Efficiency as a Standard in Capital Market Law - The Application of*

à une hausse des peines, notamment en cas de délit de diffusion d'informations trompeuses[208], doit être accueillie favorablement de ce point de vue ; il convient en pratique d'apprécier la portée de ce changement. À présent, il sera difficile de réunir les preuves permettant de sanctionner un dirigeant d'entreprise pour avoir organisé une opération de recapitalisation dans l'optique de sauver son entreprise (même si l'opération était guidée avant tout par la recherche de son intérêt personnel) et ainsi avoir abusé de la crédulité de ses actionnaires.

3°) Parmi les autres mécanismes de contre-pouvoir externes, l'extrême faiblesse des recours contentieux privés, ainsi :

a) Les contours de l'action *ut singuli* pour faute de gestion du dirigeant[209] sont difficilement mise en œuvre et ne permettant pas de discipliner en amont le comportement des dirigeants, l'absence de devoir de loyauté pose par ailleurs des difficultés également dans la mesure où il est difficile de trouver une cause à son action ;

b) Le droit français ne connaît pas les actions de groupe en faveur des actionnaires, ce qui rend le financement de recours en responsabilité très problématique[210]; les actionnaires ont toujours intérêt à ce que soit un tiers, plutôt que chacun d'entre eux, qui règle les frais de procédure ;

c) L'action en insuffisance d'actif initié par le liquidateur contre le dirigeant a un champ d'application trop limité pour véritablement contribuer à la bonne gouvernance des entreprises en difficulté ; cette action est destinée à sanctionner le dirigeant en cas d'insuffisance d'actifs, lorsque ce dernier a commis des fautes ayant conduit à l'aggravation du passif ; cette action suppose que la société ait été préalablement placée en liquidation judiciaire, elle ne produit aucun effet sur le comportement du dirigeant en amont de l'état de cessation des paiements, au moment où il doit décider du principe d'une augmentation de capital de la dernière chance[211].

4°) Enfin, l'insuffisance de la discipline du marché, en raison des défauts du droit des entreprises en difficulté :

a) Les règles de la procédure collective ne permettent pas aux créanciers de

---

Empirical and Economic Arguments for the Justification of Civil Law, Criminal Law and Administrative Law Sanctions », 2009, European Business Law Review, Vol. 20, pp. 243-271, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1709855 ; H. Jackson, M. Roe, « *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence* », 2009, *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 93, 2009, Harvard Public Law Working Paper No. 0-28, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 638, disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=1000086 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1000086.

[208] La loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 a introduit le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses (C. mon. fin., ancien art. L. 465-2, dorénavant art. L. 465-3-2). La loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché a alourdi les peines encourues. Désormais, le dirigeant dont il est démontré qu'il a sciemment diffusé des fausses informations, en connaissance de leur caractère erroné, encourt une peine maximale de 5 ans d'emprisonnement et jusqu'à 100 millions d'euros.

[209] C. com., art. L.225-252.

[210] C. conso., art., L. 623-1 et suivants, issus de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014.

[211] C. com., art. L. 651-2 issu de la loi n°2005-845 du 26 juillet 2005, modifié par l'ordonnance n°2008-1345 du 18 décembre 2008 et l'ordonnance n°2010-1512 du 9 décembre 2010.

prendre le contrôle de la société sans le consentement du dirigeant nommé par les actionnaires, tant que la société n'est pas en état de cessation des paiements ; cette situation empêche le droit des entreprises en difficulté de contribuer à l'amélioration de la gouvernance des entreprises en difficulté, en permettant aux créanciers d'exercer un pouvoir sur la direction d'entreprise bien en amont de l'ouverture d'une procédure collective[212] ;

b) Au contraire, la jurisprudence en matière de responsabilité des dirigeants pour gestion de fait, décourage les créanciers de s'immiscer dans la gestion de l'entreprise ; cette jurisprudence a ainsi un effet contreproductif, lorsque les créanciers ont un intérêt au règlement rapide des difficultés, ils devraient être encouragés par la loi à devenir des lanceurs d'alerte auprès du conseil d'administration de l'entreprise[213].

118. – **Le recours à des mécanismes incitatifs**. À supposer que le droit français parvienne à se réformer afin de permettre de mettre à jour plus facilement les conflits d'intérêts au sein et en dehors de l'entreprise, il peut être extrêmement délicat de prévoir, à travers un texte, de manière définitive et absolue, les conditions dans lesquelles les dirigeants doivent agir, permettant au juge de juger *a posteriori* les faits. Les tenants d'une approche libérale de la question, que ce soit aux États-Unis, ou en Allemagne, considèrent que cette condition ne peut être pleinement traitée qu'au travers de mécanismes contractuels de rémunération des dirigeants[214]. Beaucoup de sociétés américaines en difficulté ont mis en place des plans d'intéressements au profit de leurs employés clés (*key employee retention plans*) pour les inciter à demeurer dans l'entreprise et participer au processus de restructuration, même si le *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* of 2005 en a restreint l'usage. Ces plans d'intéressement sont en particulier répandus dans les sociétés présentant un grand nombre de créanciers jouant un rôle actif dans la restructuration. Les avantages octroyés aux employés et notamment aux dirigeants évoluent en fonction de la rapidité du traitement des difficultés, du montant de la réduction du niveau d'endettement ou encore de certaines performances financières. Il est prouvé qu'aux États-Unis, ce mode d'intéressement des salariés favorise l'émergence de solution de traitement des difficultés, la réduction de la durée des faillites et permet un plus grand respect de l'ordre de priorité des créanciers.

C) L'INTERVENTION DE L'ÉTAT EN QUALITÉ D'ACTIONNAIRE EN DERNIER RESSORT : UN PALLIATIF AUX LACUNES DU DROIT

8ème constat **: L'écart entre la théorie et la pratique s'explique enfin par la participation fréquente de l'État français aux recapitalisations de la dernière chance et**

[212] Pour une analyse de l'importance du droit des entreprises en difficulté au service d'une meilleure gouvernance d'entreprise : v. J. Armour, B. Cheffins, D. Skeels, « *Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy law in the US and the UK* », *op.cit*.

[213] Il est classiquement retenu en jurisprudence que le dirigeant de fait est « celui qui exerce une activité positive et indépendante dans l'administration générale d'une société » (Cass. com, 9 mai 1978) ou encore, « toute personne qui, assumant les mêmes fonctions et les mêmes pouvoirs qu'un dirigeant de droit, exerce en fait, en toute souveraineté et en toute indépendance, une activité positive de gestion et de direction » (CA Paris, 17 mars 1978). Dans d'autres décisions, la jurisprudence a insisté sur l'importance de l'immixtion du dirigeant de fait dans la marche de la société (Cass. 3e civ, 25 févr. 2004, *SA Marks Spencer c/ SA Plein Ciel*). La responsabilité des créanciers s'immisçant dans la marche de l'entreprise peut fonder une action en insuffisance d'actif (C. com., art. L. 650-2).

[214] K. Goyal, W. Wang, « *Provision of management incentives in bankrupt firms* », 2015, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2109527.

l'absence de marché transparent et compétitif pour l'acquisition du contrôle des entreprises de taille significative en difficulté. L'État a, jusqu'à présent, souvent endossé le rôle d'actionnaire en dernier ressort sans suffisamment chercher à réduire le coût de son intervention pour les finances publiques. L'intervention de l'État est ainsi de nature à encourager de manière trompeuse les actionnaires minoritaires moins bien informés à prendre des risques inconsidérés pour renforcer les fonds propres de l'entreprise.

119. – **L'État présent dans un grand nombre d'entreprises en difficulté de taille significative**. L'État est présent dans 13 des 30 opérations de recapitalisation de notre échantillon. L'État participe à la recapitalisation d'entreprises défaillantes dans lesquelles, il en est parfois l'actionnaire majoritaire (à titre d'illustration, Areva et EDF). L'État participe également à la recapitalisation d'entreprises, dans lesquelles, il ne détient aucune participation (à titre d'illustration, les recapitalisations d'Alstom en 2004, PSA Peugeot Citroën en 2014 et, dans une moindre mesure, Sequana en 2012, Soitec en 2011 et Gascogne en 2014). Si la première recapitalisation est insuffisante pour assurer le redressement de l'entreprise, l'État renouvelle souvent son soutien (à titre d'illustration, les recapitalisations de Sequana en 2014, Soitec en 2013, 2014 et 2016). L'État intervient également, en sa qualité d'actionnaire minoritaire à travers BPI France (à titre d'illustration, CGG et Vallourec en 2016). À ce titre, il joue ce qu'il considère être de son devoir rôle d'actionnaire. L'argent public est ainsi souvent investi dans des conditions où l'État prend des risques très importants, comme le montre l'analyse de la performance des actions émises dans le cadre des opérations de recapitalisation figurant en Annexe 1. Pendant longtemps, les finances de l'État ont paru illimitées. Le soutien de l'État apporté, pendant des années, à la société Bull, est une illustration[215]. Compte-tenu de la situation des finances publiques, il est nécessaire d'amorcer un débat sur le rôle de l'État dans les opérations de sauvetage d'entreprises non financières.

120. – **Les conséquences de l'inefficacité du droit des entreprises en difficulté sur l'État**. Il importe que les responsables publics mesurent pleinement les conséquences de l'inefficacité du droit sur :

> 1°) **l'attitude même de l'État**, ce dernier est contraint parfois de prêter assistance à des entreprises de taille significative dans lesquelles il ne détient pourtant (plus) aucune participation, et ce, en l'absence d'un marché pour le contrôle des grandes entreprises en difficulté par le rachat de leurs dettes, compte tenu de l'absence d'opérations de « *loan to own* » au niveau des entreprises de taille significative au bilan complexe, comme évoqué précédemment[216] ;
>
> 2°) **le moment de l'intervention de l'État** ; l'État par définition ne vient donner son concours que lorsqu'il est sollicité par les dirigeants de l'entreprise défaillante (à titre d'illustration Soitec, Sequana, Gascogne) ; cela suppose que ces derniers aient surmonté leurs biais cognitifs et parviennent à sortir du déni de réalité qui frappe souvent les dirigeants d'entreprise lorsque l'entreprise fait face à un problème de solvabilité ; or, sauf cas exceptionnel, comme la restructuration de PSA Peugeot Citroën en 2014 en raison de la crise au niveau de PSA Finance[217], l'État intervient souvent beaucoup à un stade trop avancé des difficultés de l'entreprise. Une prise de

[215] *Cf.* La description détaille de la restructuration de Bull p. 30.
[216] S. Vermeille, « *Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ?* », *op. cit.*
[217] *Cf. infra* p. 100, pour une description détaillée de l'affaire PSA Peugeot Citroën.

contrôle de l'entreprise par la dette est souvent une solution permettant une intervention plus en amont des difficultés de l'entreprise[218] ;

3°) **les modalités mêmes de son intervention** ; l'État ne peut, dans certaines circonstances, limiter le coût pour le contribuable de ses interventions et intervient souvent en qualité d'actionnaire en dernier ressort, autrement dit, réalise un *bail-out*. Il pourrait pourtant s'inspirer, à cet égard, du régime applicable aux établissements bancaires en la matière.

121. – **En ce qui concerne l'attitude de l'État, prompt à porter assistance aux entreprises dans lesquelles il ne détient pas encore de participation**, comme l'a souligné récemment la Cour des comptes, il se perpétue en France une tradition colbertiste conduisant l'État à adopter une politique industrielle particulièrement volontariste par rapport à celle des autres pays de l'OCDE[219]. La doctrine publique sur les conditions d'intervention de l'État au secours d'une entreprise défaillante est pour le moins succincte[220]. Elle n'est au demeurant guère respectée lorsqu'il s'agit d'intervenir dans les entreprises en difficulté, dans la mesure où l'État ne fait état, dans sa doctrine publique, que de la nécessité de prêter assistance aux entités en difficulté dont la disparition serait susceptible d'entraîner un risque systémique. Dans ce domaine, l'État intervient par ailleurs de manière arbitraire et peu transparente (parfois, au travers d'autres entités comme la SNCF[221]).

122. – **Une doctrine publique d'investissement à préciser lorsque l'État intervient au sauvetage des entreprises non financières**. L'État devrait indiquer qu'il entend se réserver la possibilité d'intervenir lorsqu'un échec industriel est imputable, non pas en raison d'une incapacité de la société concernée d'affronter la concurrence, une telle intervention nuirait au marché commun, mais à des circonstances exceptionnelles expliquant une situation d'insolvabilité et/ou une crise d'illiquidité. Refuser son soutien dans ces circonstances, peut-être synonyme de destruction de valeur inutile. À titre d'illustration, dans le dossier Alstom en 2004, des erreurs majeures ont, semble-t-il, été commises, notamment lors de l'introduction en bourse de la société et de l'acquisition de ABB. Ces erreurs pouvaient générant un problème d'insolvabilité, conjuguée à une crise de trésorerie, pouvaient justifier, comme évoqué ci-après, le sauvetage de l'entreprise par l'État, faute d'investisseurs privés. Concernant, la banque du groupe PSA en 2012, le risque d'un basculement de la notation de PSA Finance dans la catégorie spéculative, suite à la dégradation de la notation du constructeur automobile, en pleine crise de l'automobile en 2012, risquait de créer à tout moment une crise de liquidité au niveau de PSA Finance, susceptible d'entraîne un risque systémique. Les établissements financiers ont en effet pour particularité de devoir tous les jours se refinancer sur les marchés financiers, ce qui fragilise considérablement leur

[218]' *Cf supra*, § 79.

[219] La Cour des comptes, dans son rapport publié en janvier 2017, note que « si la plupart des pays conservent des participations publiques dans les entreprises, leur poids dans l'économie varie fortement. En valeur absolue, avec près de 800 000 employés dans les entreprises publiques (c'est-à-dire détenues à plus de 50% par l'État), la France se situe en tête des pays de l'OCDE », Cour des Comptes, rapport sur « l'État actionnaire" », *op.cit*. p 23.

[220] V. la doctrine publique mentionnée sur le site Internet du Ministère de l'économie et des finances. https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/agence-participationsÉtat/Documents/ Textes_de_reference/ Lignes_directrices_de_l'État_actionnaire__17_03_2014.pdf.

[221] Cour des Comptes, rapport sur « l'État actionnaire" », *op.cit*.

situation. Cette situation légitima la garantie accordée à l'État faute d'alternative *a priori*[222].

123. – **L'État contraint d'intervenir en raison de situations de défaillances de marché qu'il a lui-même créées.** La politique de l'État en matière de sauvetage d'entreprises n'est cependant pas uniquement guidée par des considérations de politique industrielle ou par le souci d'éviter un risque systémique en cas de défaillance bancaire. L'action de l'État est également le contrecoup de l'absence de marché en France pour le contrôle des entreprises de taille significative en France. Comme évoqué précédemment, mais aussi plus en détail dans le chapitre suivant, le droit des entreprises en difficulté empêche le développement d'un marché privé, animé par des fonds d'investissement spécialisés dans le rachat d'entreprises en difficultés. Les règles de la procédure collective ne permettent pas aux fonds d'investissement spécialisés dans le rachat d'entreprises en difficulté de déterminer, parmi toutes les tranches de dette émises par l'émetteur coté, laquelle est susceptible de conférer à son détenteur le pouvoir de contrôler la procédure collective et son issue. Pour cette raison, au-delà d'une certaine taille, aucun fonds d'investissement ne peut déployer en France une stratégie de « *loan to own* » ou de rachat de titres de créances sur les marchés, en vue de s'assurer le contrôle de la cible. Dans CGG, les règles de la procédure collective empêchent une consolidation de la dette entre les mains d'un ou plusieurs fonds, désireux de véritablement désendetter l'entreprise[223].

124. – **Privilégier les opérations de « *loan to own* » afin d'éviter les autorisations sous condition de la Commission européenne en matière d'aides d'Etat**. En l'absence de solution alternative, le souci de l'Etat d'éviter, par son intervention, des destructions de richesse inutiles provoquées par un démantèlement d'un groupe d'entreprises, est légitime. L'intervention de l'Etat plutôt qu'un investisseur privé entraîne cependant des effets pervers. La Commission européenne autorise souvent l'aide d'État au respect d'un certain nombre d'engagements au nom de la préservation du marché commun. Favoriser le développement d'un marché pour le contrôle des entreprises en difficulté aurait ainsi de réelles plus-values sur un plan industrielle. L'éclosion de ce marché éviterait la cession forcée d'actifs parfois clés pour la société en difficulté, comme dans le dossier Alstom, obérant par la suite ses chances de redressement. De la même manière, un droit des entreprises en difficulté, ainsi qu'un droit des sociétés, plus efficaces, favoriseraient l'éclosion d'actions de préférence très peu présentes dans les bilans des entreprises cotées françaises. Ces actions de préférence pourraient bénéficier d'un rang de priorité *senior*, par rapport aux actionnaires ordinaires et, dans certaines situations, conférer à son porteur un droit de vote dont ne disposent pas les porteurs de dette hybride, solution alternative jusque là utilisée en France. Dans ces conditions, un investisseur privé aurait peut-être trouvé un intérêt à se substituer à l'État et offrir sa garantie à PSA Finance, comme Warren Buffet le fit pour Goldman Sachs, au pire moment de la crise[224]. Le constructeur automobile se serait épargné un certain nombre de

[222] L'État aurait pu justifier également son intervention lorsqu'il se rend directement responsable de la sous-capitalisation d'une entreprise et commet des erreurs significatives dans la conception du projet de départ. Les conditions de la création de la société Eurotunnel, lors du lancement de la construction du tunnel sous la Manche, est un exemple manifeste[222]. L'État a, pourtant, dans ce cas précisément, refusé d'intervenir afin de réduire les conséquences financières désastreuses pour les petits porteurs, d'un projet insuffisamment capitalisé dès le départ et qui aurait dû avoir un actionnaire de contrôle. Au cas présent, le refus, semble-t-il du gouvernement britannique d'intervenir a sans doute été la raison principale de la non-intervention de l'État français.

[223] *Cf. supra* p 38, pour une description de l'affaire CGG.

[224] Seeking Alpha « *Warren Buffet Stocks in Focus: Goldman Sachs* » 31 mars 2017.

cessions forcées exigées par la Commission européenne[225].

Le sauvetage d'Alstom par l'État français avant son démantèlement

Alstom est née de la scission de Alcatel-Alstom (ex Compagnie Générale des Eaux) au nom de la spécialisation dans la filière télécommunications. Au moment de son introduction en bourse en 1989, la société fut sous-capitalisée au profit d'Alcatel qui devait, à l'époque, avoir les moyens de financer un coûteux programme d'acquisitions. Cinq ans plus tard, cette sous-capitalisation fut une des causes de la chute d'Alstom, en 2004. Entretemps, le développement d'Alstom s'était caractérisé par une croissance réalisée au moyen d'importantes acquisitions (d'une valeur de 4,5 milliards d'euros contre 2,5 milliards d'euros de cessions) essentiellement financées par de l'endettement.
Par ailleurs, les problèmes d'Alstom avaient d'autres origines que son problème de sous-capitalisation : le groupe souffrait de l'atonie générale de l'économie après les évènements du 11 septembre 2001 et de la libéralisation de certains marchés (électricité et transports). Des problèmes techniques survenus dans des turbines à gaz achetées au groupe industriel helvético-suédois ABB, des difficultés liées à des trains vendus au Royaume-Uni et l'absence de commande de navires de croisière eurent également des répercussions néfastes sur sa situation financière[226].

En mars 2002, un premier plan de restructuration a été décidé, qui n'a été que partiellement mis en œuvre. Un second, plus ambitieux, a été décrété en mars 2003 et devait se prolonger jusqu'à l'exercice 2005/2006. Il prévoyait quatre trains de mesures : a) un recentrage autour des activités de base (énergie et transport), b) la réorganisation de secteurs, c) la réduction des coûts globaux et d) des mesures financières.

En mars 2003, Alstom réalisait des pertes à hauteur de 1,4 milliard d'euros et son niveau d'endettement était égal à 5,3 milliards d'euros. La structure de son endettement était simple puisque Alstom ne s'était pas financée sur les marchés obligataires à l'époque.

Les établissements bancaires prêteurs refusèrent de convertir leurs créances en actions. De plus, à l'époque, les fonds opportunistes spécialisés dans l'investissement dans les sociétés en difficulté n'étaient pas aussi présents en Europe qu'aujourd'hui. Le marché secondaire de la dette bancaire était sous développé. Il n'existait donc pas de fonds susceptibles de racheter les créances des banques avec une décote et en quantité suffisante pour peser dans les négociations. Par ailleurs, faute également de repreneur industriel, la seule alternative d'Alstom était de se tourner vers l'État afin d'éviter son démantèlement.

Pour financer la restructuration et doter l'entreprise d'un capital adéquat, l'État français, Alstom et trois grandes banques françaises ont adopté un montage financier le 2 août 2003. Celui-ci comprenait des mesures qui devaient être prises par Alstom, l'État et de nombreuses banques : (i) une augmentation de capital de 600 millions d'euros (dont 300 millions apportés par l'État); (ii) une liquidité à court terme de 600 millions d'euros (dont 300 millions apportés par l'État); (iii) des cautions de 3,5 milliards d'euros (dont 65 % contre-

[225] À noter que suite à l'octroi de la garantie de l'État à PSA Finance, dans la limite de 7 milliards d'euros, l'État est entré au capital de PSA, aux côtés du Chinois Dongfeng. Ces derniers ont investi 800 millions d'euros dans PSA pour acquérir 14% du groupe, entraînant la perte du contrôle de la famille Peugeot.
[226] E. Cohen, « *De la CGE à Alstom : une histoire bien française* », Sociétal, 1er trimestre 2004 – N°43. La majorité d'Alstom avait été acquise en 1969. L'Express, « *Chronique d'un sauvetage d'État* », 1er septembre 2003.

garantis par l'État) pour l'exécution de contrats et (iv) un prêt subordonné de 1,2 milliard d'euros (dont 200 millions apportés par l'État). Cette mesure comporte en outre l'émission d'un milliard d'euros en obligations remboursables en actions (« ORA »), sans participation de l'État. Le montage se chiffrait à 6,9 milliards d'euros au total. L'Etat français devenait le principal actionnaire d'Alstom (31,5 %).

En résumé, au lieu de convertir leurs dettes en actions, les établissements bancaires choisirent de souscrire au capital de la société, de conserver leurs créances existantes, tout en s'assurant du soutien de l'Etat. Grâce à la participation de l'Etat au montage, elles évitaient d'enregistrer une perte dans leurs comptes. L'Etat acceptait de souscrire au capital de la société, dans des conditions extrêmement risquées, compte tenu du maintien du niveau d'endettement de la société à un niveau élevé (puisque parallèlement au renforcement des fonds propres, on forçait Alstom à s'endetter encore davantage).

L'Etat essaya de contester la qualification d'aide d'État de son engagement de souscrire au capital, à hauteur de 300 millions d'euros, au motif que les banques s'étaient engagées à souscrire pour l'autre moitié de ce capital (300 millions d'euros supplémentaires). L'Etat prétendait ainsi que la part de cette injection de capital souscrite par l'État était concomitante à celle d'investisseurs privés. La participation de l'État équivalait donc à celle d'un opérateur en économie de marché ! L'Etat faisait valoir également, en outre, que le prix d'achat de l'action avait été fixé à 1,25 euro, soit en dessous de son cours actuel à l'époque. L'Etat prétendit que n'importe quel investisseur de même taille souhaiterait donc investir à ce prix (inférieur à celui du marché).

La Commission européenne fit justement remarquer que l'État ne se trouvait pas dans une position comparable à celle des banques qui souscrivaient au reste de l'apport de capital. Dans la mesure où elles entendaient sécuriser leurs investissements passés, elles avaient intérêt à soutenir Alstom. Au final, c'était plutôt aux banques, qu'à Alstom, que l'Etait apportait son aide…

L'Etat réussit tout de même à obtenir l'autorisation de la Commission européenne au sauvetage d'Alstom dans ces conditions, en dépit des contraintes posées par la législation en matière d'aides d'État[227].

Pour obtenir l'autorisation de la Commission européenne, Alstom dut se séparer d'un certain nombre d'actifs au profit de ses concurrents, représentant 10% de son chiffre d'affaires. L'État fut également contraint de s'engager à céder sa participation dans Alstom dans un délai de quatre ans. L'État réussit deux ans plus tard à la céder à Bouygues, pour un montant de 2 milliards d'euros, réalisant ainsi une intéressante plus-value. Dans la mesure où Bouygues espérait, grâce à cette acquisition, obtenir de l'État qu'il lui cède également Areva, on peut s'interroger si ce prix était réellement un prix de marché, surtout au regard de la gravité de la situation d'Alstom dès 2012.

L'intervention de l'État dans Alstom pouvait trouver une justification : la défaillance d'Alstom occasionnait des destructions de richesse inutiles et ne résultait pas principalement d'une incapacité de la société à affronter la concurrence, du fait d'un parc industriel obsolète. Le groupe souffrait d'un problème de solvabilité avant tout.

L'existence d'un marché pour le contrôle des entreprises de taille significatives en difficulté à cette époque aurait permis de trouver une autre alternative que l'État. Des fonds

[227] L'AGEFI, « *La recapitalisation de Vallourec diluera à 69% l'actionnariat* », 11 avril 2016.

d'investissement auraient pu racheter une part importante des créances des établissements bancaires, afin de les convertir en actions pour prendre le contrôle le groupe (étant précisé toutefois qu'on peut se demander si, politiquement, l'État n'aurait pas tout fait pour empêcher une telle prise de contrôle…). S'ils avaient réussi à prendre le contrôle, les fonds auraient obtenu bien plus que les 30% du capital, obtenu par l'État. Alstom n'aurait pas été dans l'obligation de céder des actifs à ses concurrents afin de se conformer aux exigences de la Commission européenne. Les fonds opportunistes auraient certes probablement contraint le groupe à se restructurer fortement sur un plan opérationnel. Toutefois, les restructurations n'auraient pas été liées à des considérations tenant au maintien de la concurrence sur le marché commun.

Il faut insister sur le fait que la structure financière d'Alstom était relativement simple en 2004. Elle était exclusivement composée de créances bancaires. En dépit des obstacles posés par le droit des entreprises en difficulté, des fonds d'investissement auraient pu trouver un accord avec un nombre suffisant d'établissements bancaires en vue de sécuriser leur prise de contrôle de la société. Cependant à l'époque, il n'était pas encore possible de pouvoir forcer la conversion des créances en actions au sein du comité des établissements bancaires. Cette mesure entra en vigueur en 2009.

Aujourd'hui, compte tenu de l'évolution du marché bancaire suite à la crise de 2008, une société de la taille d'Alstom se finance probablement au moins en partie sur les marchés obligataires. Sa structure du bilan plus complexe rendrait extrêmement difficile sa prise de contrôle par la dette pour les raisons évoquées précédemment. Au final, si le Alstom de 2004 devait rechuter en 2017, il n'est pas évident que la société ait plus d'alternatives que l'État français en dépit du développement du marché du *distressed* en Europe entretemps, la multiplication des fonds opportunistes, permettant la multiplication des opérations dites de « *loan to own* ».

Alstom a connu depuis, bien d'autres difficultés, suite à l'arrivée notamment de la concurrence des Asiatiques, entraînant la cession du département énergie à General Electric[228]. Il reste aujourd'hui le département transport, en mauvaise santé, qui n'a pas fini de faire parler de lui. On peut s'interroger sur le sort d'Alstom aujourd'hui, si le groupe avait véritablement réussi à se désendetter en 2004.

Le sauvetage de PSA Peugeot Citroën par l'Etat français

Le groupe PSA est une société cotée sur l'Euronext Paris. En 2011, le groupe a vendu plus de 3,5 millions de véhicules et d'éléments détachés dans le monde (42 % hors d'Europe). Présent commercialement dans 160 pays, le groupe PSA exploite 11 usines dites « terminales » (dont 9 dans l'Union européenne), dans lesquelles sont assemblés les véhicules du groupe, ainsi que 12 usines dites « mécaniques », qui sont spécialisées dans la production de certaines pièces mécaniques. Les activités du groupe s'étendent aussi au financement automobile (BPF) et à l'équipement automobile (Faurecia).

[228] E. Cohen « *Alstom, l'histoire d'une longue descente aux enfers* », Slate, 14 septembre 2016.

Le groupe PSA est gravement impacté par la crise économique qui fait suite à la crise financière. Son résultat opérationnel s'effondre entre 2010 et 2011, il passe de 1,2 milliard d'euros à 366 millions d'euros.

En février 2012, le groupe PSA conclut un partenariat avec General Motors (« GM ») qui se traduit par une prise de participation de GM au capital de PSA à hauteur de 7%, dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription. Les actionnaires historiques de PSA cèdent à GM une partie de leurs droits préférentiels de souscription et GM achète auprès de PSA une partie des actions auto-détenues. À la suite de cette opération, GM devient le 2e actionnaire après la famille Peugeot. Mais le mariage va tourner court. Dès le mois d'octobre, PSA revoit à la baisse ses ambitions avec GM, qu'il limite au marché européen en crise. Dans la foulée, de nombreux de projets de coopération, comme une plate-forme commune pour les petits véhicules, sont abandonnés les uns après les autres. General Motors revend sa participation au capital de PSA en décembre 2013.

Cette même année, le groupe est confronté à des difficultés de financement de la dette de sa banque captive, la Banque PSA Finance, à la suite de la dégradation de la notation du groupe PSA, entraînant par ricochet la dégradation de la notation de la banque captive. Cette dernière propose des solutions de financements aux acquéreurs de véhicules des marques Peugeot et Citroën et à destination des concessionnaires des marques Peugeot et Citroën.

Aussi, l'État est appelé en garantie d'une émission obligataire d'un montant de 1,2 milliard d'euros. La Commission autorise temporairement cet aide d'État en mai 2013, pour des raisons de stabilité financière. Dans ce cadre, les autorités françaises s'engagent à notifier un plan de restructuration du groupe et un plan de viabilité de la Banque PSA Finance.

Dans une décision du 29 juillet 2013, la Commission européenne déclare compatible avec le marché intérieur l'aide d'État que la France envisage de mettre à exécution en faveur du groupe PSA Peugeot Citroën SA, sous forme d'une garantie d'État couvrant les émissions obligataires de Banque PSA Finances réalisées jusqu'au 31 décembre 2016 dans la limite de 7 milliards d'euros (pour un équivalent-subvention brut de 486 millions d'euros) d'une part, et sous forme d'avances récupérables de 85,9 millions d'euros pour la réalisation du projet de R&D « 50CO2Cars » d'autre part, soit un montant total d'aide de 571,9 millions d'euros.

Le groupe contribue aux coûts de sa restructuration grâce à la mise en place d'un important plan de cession d'actifs.

PSA Peugeot Citroën poursuit ensuite plusieurs opérations ayant pour objectif d'améliorer sa compétitivité, d'accélérer sa stratégie de globalisation et de conquête des marchés émergents, ainsi que de renforcer sa solidité financière.

Consciente de la nécessité d'aller plus loin dans la restructuration du groupe, PSA renforce son partenariat industriel et commercial existant avec Dongfeng Motor Group, deuxième constructeur automobile chinois, avec pour objectif de capitaliser sur les succès actuels du groupe sur le plus grand marché automobile mondial, aujourd'hui principal gisement de croissance pour le secteur. Dans cette perspective, PSA procède à de nouvelles augmentations de capital au profit de Dongfeng, mais aussi de l'État qui vient apporter un soutien financier conséquent. L'intervention de l'État n'est pas qualifiée d'aide d'État dans la mesure où, du fait l'investissement simultané de Dongfeng, il est supposé intervenir comme un investisseur privé avisé.

Le montant total des augmentations de capital réservées à l'État et à Dongfeng s'est élevé à 1,048 milliard d'euros. Le montant total de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription à laquelle ont souscrit l'État, Dongfeng mais également les actionnaires familiaux historiques, s'élève à 1,953 milliard d'euros, soit un montant total de 3 milliards d'euros. La dilution pour les actionnaires historiques de PSA qui ne purent participer à l'augmentation de capital fut importante (0,45% pour un actionnaire qui détiendrait 1%), alors que la décote par rapport au cours de bourse précédant l'annonce était plus significative (50,3) que celle de Faurecia, organisée en 2009 (mais cette dernière était plus dilutive).

En 2017, fort d'une restructuration réussie, PSA procède au rachat d'Opel et Vauxhall pour un montant de 1,3 milliard. Dans le même temps, l'État cède sa participation à Bpifrance et réalise ainsi une plus-value de 1,12 milliard d'euros.

Il s'agit indéniablement d'un dénouement heureux pour les finances de l'État. Ce dénouement a probablement été rendu possible compte tenu de l'intervention de l'État à un stade suffisamment en amont des difficultés du groupe, bien avant que l'appareil productif du groupe ne soit plus compétitif, faute d'un niveau d'investissement adéquat.

Le fait que l'État et le management de PSA aient eu à travailler ensemble au moment d'une recherche de solution pour faciliter le refinancement de la PSA finance, a sans doute été un facteur important dans la décision du management de solliciter une seconde fois l'État. Le management de PSA a ainsi rapidement vu l'intérêt d'un partenariat avec Dongfeng mais aussi d'une recapitalisation importante du groupe auprès d'un tiers, de manière à ne pas se placer sous la domination du partenaire étranger. L'investissement de l'État s'est alors fait au meilleur moment de la crise traversée par le groupe, à un prix significativement inférieur au cours de bourse avant l'annonce de l'opération. Le management a au final réussi à convaincre la famille Peugeot de l'intérêt d'un investisseur comme l'État au capital. Finalement, la crise sur PSA Finance aura eu d'heureuses conséquences.

On peut regretter toutefois qu'un partenaire financier n'ait pas été trouvé pour éviter à l'État d'endosser le rôle de garant et de l'actionnaire. Bénéficier du soutien de l'État n'est pas sans conséquence pour la suite. PSA se trouve aujourd'hui redevable vis-à-vis de l'État qui sait se rappeler à son bon souvenir, lorsque la politique reprend le dessus, comme l'a montré récemment le dossier GM&S.

125. – **En ce qui concerne les modalités de l'intervention de l'État, ce dernier supporte les conséquences de cette défaillance de marché en cas de réalisation d'une augmentation de la dernière chance.** L'État, surtout lorsqu'il intervient comme actionnaire minoritaire, peut difficilement exiger que les créanciers des sociétés, à qui il prête assistance, absorbent préalablement les pertes, si la complexité de leur bilan ne leur permet pas. L'année 2016 a été marquée par la recapitalisation de la dernière chance de CGG par Bpifrance et l'Institut Français du Pétrole, tous deux actionnaires minoritaires ainsi que de Vallourec par Bpifrance. Dans les deux cas, les obligataires n'ont pas eu à faire de concessions significatives en contrepartie de la recapitalisation, certains ont même pu échanger leurs titres en échange de la remise de prêts assortis de sûretés réels. En ce qui concerne CGG, BpiFrance et l'IFP vont probablement perdre la totalité des fonds réinvestis en début d'année

2016. Il est désormais anticipé une dilution massive des droits des actionnaires de CGG[229]. Ainsi, si le principe d'une intervention par l'État dans les entreprises de taille significative peut être compréhensible, encore faut-il que cette intervention soit orchestrée de manière à limiter le coût pour les finances publiques. Il est vrai que Vallourec connaît un sort complètement différent, comme le montre le tableau en Annexe 1, mais pour une réussite, combien d'échecs

126. – **L'importance du soutien de l'actionnaire de référence pour le succès d'une opération de recapitalisation**. La participation d'un ou plusieurs actionnaires de référence est importante pour améliorer les chances de succès d'une recapitalisation de la dernière chance. Compte tenu du fait qu'ils sont souvent représentés au conseil d'administration, ils ont par définition un meilleur accès à l'information de la société, même si au moment de l'augmentation de capital, la société a l'obligation de rétablir l'égalité de traitement des actionnaires en matière d'accès à l'information. L'annonce de la participation de l'actionnaire de référence peut, en conséquence, être perçue comme un signal positif vis-à-vis des actionnaires minoritaires. La structure du capital des grandes entreprises françaises, majoritairement concentrées, contrairement aux États-Unis, peut d'ailleurs expliquer en partie qu'il est plus facile en France, qu'aux États-Unis, d'envisager le lancement d'augmentations de capital de la dernière chance très risquées. Dans notre échantillon, l'augmentation de capital de Faurecia en 2009 est particulièrement révélatrice[230].

127. – **Sauf exception, le rôle de l'État actionnaire devrait être apprécié au regard des principes applicables en droit privé.** Sous réserve de l'application des règles impératives, notamment en droit public, l'attitude de l'Etat au cours du sauvetage d'entreprises défaillantes peut tout à fait s'analyser à l'aune des principes rappelés en matière de droit des sociétés. L'État doit également pouvoir bénéficier du principe de responsabilité limitée et ne pas accorder son soutien, lorsqu'il est manifestement ruineux pour lui. Il pourrait davantage se donner la possibilité de faciliter le transfert du contrôle de l'entreprise à d'autres entités, afin de se rendre responsable de l'arrêt de l'activité, ce qui est politiquement inenvisageable.

128. – **L'existence contestable d'une garantie implicite en toutes circonstances**. En pratique, lorsque l'État est déjà actionnaire minoritaire de la société en difficulté au moment où il est sollicité, il est politiquement extrêmement difficile pour l'État de s'abstenir de prêter assistance, comme l'illustre la restructuration de CGG et de Vallourec. Lorsque l'État est actionnaire majoritaire de la société en difficulté, c'est encore plus inimaginable. Les entreprises publiques, comme Areva, mettent ainsi en œuvre à leur profit la garantie implicite que l'État leur accorde. Les établissements financiers sont, en général, également les grands bénéficiaires pour éviter le risque de contagion. L'État n'est pourtant pas tenu par une loi (dans le cas d'Areva, la loi spécifie toutefois que l'État doit détenir au moins 50% du capital de la société) ou un contrat, il le fait pour des raisons politiques, stratégiques ou afin d'éviter tout risque systémique (ce fut le cas des banques lors de la crise des *subprimes*, faute de solution alternative, comme le *bail-in* à l'époque)[231]. Ceci étant dit, l'État français est moins intervenu qu'ailleurs, dans le sauvegarde d'établissements financiers, son intervention s'est limitée essentiellement au final à Dexia.

129. – **L'ingérence directe de l'État dans les affaires des sociétés peut justifier de préserver les droits des créanciers**. Par ailleurs, que ce soit dans le cas de sociétés de droit

[229] *Cf. supra*, p.38.
[230] *Cf. note de bas de page 149.*
[231] Le Monde, J.-M. Bezat, « *5 milliards pour sauver Areva* », 28 janvier 2016.

privé ou d'établissements publics à caractère industriel et commercial, l'État n'a pas à s'ingérer dans la conduite des affaires. Ainsi, s'il enfreint ce principe en commettant une immixtion caractérisée, comme c'est le cas semble-t-il dans la SNCF, selon la Cour des comptes[232], il n'est pas illégitime, vis-à-vis des créanciers, qu'il s'oblige à absorber les pertes avant les créanciers. Dans les autres hypothèses, l'État devrait pouvoir être traité comme n'importe quel actionnaire passif d'une société à responsabilité limitée.

130. – **Sauf exception, le nécessaire rapprochement du régime de sauvetage des entreprises non financières avec les règles applicables en matière de résolution bancaire.** Lorsqu'il entend devenir actionnaire majoritaire de l'entité à laquelle il prête assistance, l'État peut avoir recours à une structure dite de *defeasance* (ou désendettement de fait) afin de forcer les actionnaires et les créanciers à absorber les pertes, et ce, en dépit des lacunes du droit des entreprises en difficulté. Ce type de structure est souvent mis en place pour organiser la résolution de manière ordonnée d'établissements financiers défaillants, comme Dexia. Le recours à une structure de *defeasance* conduit alors à une scission en deux de l'actif et du passif de l'entreprise défaillante. Il est ainsi créé une « *bad bank* » par opposition à la « *good bank* ». Cette structure peut, toutefois, être un moyen de forcer les actionnaires et les créanciers de l'entité défaillante à absorber les pertes, sous certaines conditions. Cela suppose de ne transférer, dans la nouvelle entité créée pour servir de réceptacle aux actifs sains, qu'une partie seulement du passif existant. Le montant du passif doit alors dépendre de la valorisation des actifs retenue, de préférence après l'intervention d'un tiers indépendant. L'apport de fonds propres par l'État dans la nouvelle entité est alors réalisé dans une entité solvable, puisque libérée d'une partie de son passif. Les actifs douteux restent, quant à eux, au niveau de l'entité d'origine, tout comme la quote-part du passif qui n'a pas été transférée. L'entité d'origine a ensuite vocation à être liquidée à terme.

131. – Bien évidemment, les créanciers dont les titres de créance n'ont pu être transférés conjointement avec les actifs sains, n'absorbent véritablement les pertes au moment de la liquidation de l'entité d'origine qu'à la condition, par hypothèse, que l'État s'interdise de procéder à une recapitalisation de l'entité d'origine dans le but d'indemniser les actionnaires et les créanciers ! Malheureusement, en pratique, c'est rarement le cas, comme l'a montré le dossier Dexia. Il est vrai que dans le cas d'un établissement bancaire, il est nécessaire d'organiser la résolution ordonnée de l'établissement bancaire qui ne peut être liquidé brutalement compte tenu des actifs qu'il détient en portefeuille[233]. Cependant, c'est une chose que l'État apporte son concours à l'entité en voie de liquidation afin de maximiser la valeur des actifs à liquider. C'est autre chose de recapitaliser une structure insolvable, de manière à placer les actionnaires et les créanciers dans une situation d'aléa moral. L'introduction de la nouvelle directive en matière de résolution bancaire devrait profondément modifier la manière dont les établissements de crédit pourront recevoir le soutien des États souverains[234].

---

[232] Cour des Comptes, rapport sur « *l'État actionnaire* » *op.cit.*, p. 99.

[233] Cour des comptes, « *DEXIA : un sinistre coûteux, des risques persistants* », juillet 2013.

[234] Directive 2014/59/UE du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, not. art. 34 **;** le *bail-in* (ou mécanisme de renflouement interne à octroie le pouvoir aux autorités de résolution (en France, l'ACPR), le pouvoir de contraindre les actionnaires et les créanciers à subir des pertes en dépréciant leurs titres ou en les convertissant en fonds propres, les faisant ainsi participer au refinancement de l'établissement défaillant. Cette solution s'oppose au *bail-out*, c'est-à-dire au renflouement par des fonds extérieurs à l'établissement comme des fonds publics. La directive a été transposée en droit français par une ordonnance n°2015-1024 du 20 août 2015, un

132. – **L'utilisation contestable du régime des apports partiels d'actifs en droit français pour organiser une structure de *defeasance***. Lorsque l'entité concernée n'est pas un établissement bancaire, la transformation d'une entité insolvable en structure de *defeasance* s'opère, en droit français, en faisant appel au régime des apports partiels d'actifs[235]. Les actifs sains sont supposés former ensemble une branche autonome d'activité et sont transférés à ce titre, dans une nouvelle entité. Le régime des apports partiels d'actifs n'a cependant pas été conçu pour transférer les actifs et le passif d'entreprises en difficulté. La loi prévoit que le passif transféré doit être celui rattaché à la branche d'activité autonome cédée parallèlement. La loi permet ainsi seulement d'établir une discrimination entre les différents passifs de l'entité défaillance, en fonction de leur origine. Pour cette raison, il n'est en théorie pas possible de séparer les passifs, en tenant compte de l'ordre des priorités, dans la perspective de forcer les créanciers les plus *junior* et les actionnaires à absorber les pertes. Certes, l'utilisation par une société de droit privé du régime des apports partiels d'actifs, dans ce but, conduirait sûrement à de multiples contentieux. S'agissant de l'État et de la protection de l'intérêt général, il doit être cependant possible de s'accommoder du strict respect des règles de droit, à la condition toutefois, pour éviter tout arbitraire, de soumettre, au contrôle d'un tiers, la valorisation des actifs transférés dans l'entité nouvelle (sur la base de laquelle, une distinction serait alors opérée entre créanciers, en fonction de l'ordre de priorité, permettant à certains seulement d'être transférés). Il conviendrait également d'autoriser les créanciers à contester cette valorisation.

133. – **L'État place fréquemment les créanciers et les actionnaires des entités défaillances dans une situation d'aléa moral**. L'histoire montre cependant que, même lorsqu'il a recours à une structure de *defeasance*, l'État demande rarement aux créanciers d'absorber les pertes et ce, même si l'entité concerné n'est pas un établissement financier ! Ainsi, pour les besoins de la restructuration d'Areva, la totalité du passif obligataire a été transmise à « NewCo », réceptacle des actifs sains du groupe et il est prévu à terme, comme nous le verrons ci-après, que l'État recapitalise également la structure d'origine ! Au cas d'espèce, Areva était certes une entreprise publique, avant même sa recapitalisation par l'État. Ce dernier a dû considérer qu'il devait tirer les conséquences de son défaut de surveillance, en sa qualité d'actionnaire principale de la société. L'annonce par l'Etat du rachat des actionnaires d'Areva, en violation semble-t-il des règles européennes, qui imposent l'absorption des pertes par les actionnaires, est très contestable[236].

---

décret n°2015-1160 du 17 septembre 2015 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière financière et cinq arrêtés du 11 septembre 2015.

[235] V, la déclaration d'Areva : https://www.journal-officiel.gouv.fr/balo/pdf/117_monte_final.PDF. En matière de résolution bancaire, la structure de *defeasance* est une option prévue par la directive 2014/59/UE du 15 mai 2014 (dite BBRD). Cette dernière habilite les autorités nationales de résolution à arrêter les solutions les plus appropriées pour traiter l'insolvabilité des établissements de crédit. Les autorités disposent à cet effet d'une certaine flexibilité et peuvent notamment prendre la décision de séparer les actifs entre une entité continuant les activités essentielles et une entité vouée à la liquidation (« *good bank / bad bank* »). L'opération obéit dès lors à ce régime spécifique, lorsqu'il s'agit d'une banque.

[236] Cf. Lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers (2014/C 249/01). Ainsi l'article 3.5.2.2. prévoit : « *Si le soutien de l'État prend une forme qui améliore la situation du bénéficiaire en matière de fonds propres, par exemple si l'État accorde des subventions, injecte des capitaux ou annule des dettes, cela peut avoir pour effet de protéger les actionnaires et les créanciers subordonnés contre les conséquences liées à leur choix d'investir dans le bénéficiaire. Cela peut engendrer un aléa moral et nuire à la discipline de marché. En consé quence, les aides destinées à couvrir des pertes ne doivent être octroyées que selon des modalités qui supposent une juste répartition des charges entre les investisseurs existants. La juste répartition des charges signifiera généralement que les actionnaires historiques et, s'il y a lieu, les créan ciers subordonnés doivent absorber*

134. – **L'État place fréquemment les créanciers et les actionnaires des entités défaillances dans une situation d'aléa moral**. Cependant, si l'État soutient toujours toutes les entreprises, qu'elles soient ou non publiques, alors il n'y a plus de risque pour les créanciers. Comme l'ont souligné le Prix Nobel Joseph Stiglitz et Martin Guzman, un mauvais prêt est tout autant le produit de l'action d'un mauvais débiteur que d'un mauvais prêteur[237]. L'attitude de l'État fait reposer les conséquences de l'excès d'endettement sur le contribuable et protège indûment les créanciers obligataires. Il place ces derniers dans une situation d'aléa moral et incite les mauvais prêteurs à encourager les emprunteurs à s'endetter de manière excessive. Les créanciers n'exercent alors plus aucun contrôle, tant au moment de l'émission des titres de créance, qu'au cours de la vie de l'emprunt[238]. Les marchés financiers n'exercent alors plus leur rôle et s'abstiennent d'être un contrôle sur les grandes entreprises en France, considérées comme « *too big too fail* », que ce soit dans le secteur bancaire ou industriel.

Le sauvetage contestable d'Areva par l'Etat Français

Le groupe Areva est un groupe français du secteur de l'énergie qui fournit des produits et services sur l'ensemble du cycle du nucléaire, depuis la mine d'uranium jusqu'au recyclage des combustibles usés, en passant par la conception de réacteurs nucléaires et les services pour leur exploitation.

Le groupe Areva est coté, contrôlé directement ou indirectement par l'État français à hauteur de 86,52%. Sa société mère, Areva SA, est en effet détenue directement par l'État à hauteur de 28,83%, et indirectement au travers du Commissariat à l'Energie Atomique et de Bpifrance Participations, qui détiennent respectivement 54,37% et 3,32% d'Areva SA.

Le groupe Areva a rencontré ces dernières années d'importantes difficultés. Celles-ci tiennent tout d'abord aux conséquences du retournement brutal du marché du nucléaire et à la conjoncture économique et financière dégradée depuis 2008. Le Groupe Areva a ensuite subi des pertes significatives dans un nombre limité de projets industriels. Enfin, sa

intégralement les pertes passées. Les créanciers subordonnés doivent contri buer à l'absorption des pertes, soit par conversion en fonds propres, soit par réduction de la valeur du principal des instruments pertinents. En conséquence, l'État ne devrait intervenir qu'après que les pertes ont été intégrale ment prises en compte et imputées aux actionnaires et détenteurs de titres de dette fonds propres ou de titres de dette subordonnés pendant la période de restructuration doivent être évitées dans la mesure où cela est juri diquement possible, sauf si cela devait affecter de manière disproportionnée ceux qui ont injecté de nouveaux fonds propres. »

[237] M. Guzman, J. Stiglitz « *Creating a Framework for Sovereign Debt that Works* », *op. cit.*

[238] Par ailleurs, en analysant plus de 5000 titres de dette dans 43 pays sur la période 1991-2010, des chercheurs américains[238] ont montré que le coût de financement des entreprises où l'État est présent au capital serait supérieur au coût du financement des entreprises privées. Sur des longues séries statistiques, l'intervention de l'État ne permettrait donc pas de réduire le coût de la dette. Ceci s'expliquerait par le fait que les investisseurs considèrent *de facto* que les entreprises détenues par l'État sont moins bien gérées que les entreprises du privé. L'avantage procuré par le bénéfice de la garantie implicite serait donc neutralisé compte tenu de la suspicion de mauvaise gestion. En définitive, la garantie implicite de l'État apparaît comme une solution exagérément coûteuse qui fausse le marché et dont l'efficacité est très discutée. G. Borisova, V. Fotak, K. Holland, W. Megginson, « *Government Ownership and the Cost of Debt: Evidence from Government Investments in Publicly Traded Firms* », 2013, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2046911.

rentabilité s'est trouvée affaiblie à la suite de certaines acquisitions et du développement de certaines activités.

Le groupe Areva a ainsi enregistré au cours des exercices 2011 à 2015 des pertes importantes dont le montant cumulé dépasse 9 milliards d'euros. L'État actionnaire très majoritaire n'a pas su empêcher la dégradation de la situation financière de l'entreprise et l'apparition de grandes difficultés au sein de la filière nucléaire[239]. Dans son rapport, la Cour des comptes n'a pas relevé d'immixtion caractérisée de l'État dans la gestion d'Areva, par opposition à celle de la SNCF.

Pour financer ces pertes et les investissements nécessaires à la modernisation de son outil industriel le groupe Areva s'est endettée auprès d'établissements financiers et a fait appel aux marchés obligataires. Après le tirage de nouvelles lignes bancaires, début 2016, sa dette atteignait au 5 janvier 2016, 9,4 milliards d'euros, dont 6,0 milliards de dette obligataire.

Le 29 avril 2016, les autorités françaises ont notifié à la Commission un plan de restructuration. Aux termes de ce plan, il est prévu que Areva se sépare de son activité de construction de réacteurs (Areva NP) au profit d'EDF. Le reste de son activité est scindé en deux. Areva SA devient la structure de *defeasance* qui porte le passif du groupe correspondant à la dette liée à la fin du chantier finlandais de l'EPR et aux anomalies recensées sur les pièces défectueuses. Une nouvelle société est créée (NewCo) où sont logées les activités du groupe recentré désormais sur l'aval et l'amont du cycle du combustible. NewCo sera détenu à 40% par Areva SA, à 50% par l'État en direct et à 10% par un consortium Japonais (Mitsubishi Heavy Industries et Japan Nuclear Fuel Limited).

Le plan de restructuration inclut notamment deux injections de capital par l'État français, respectivement dans la maison-mère Areva SA et dans NewCo, pour un montant cumulé de 4,5 milliards d'euros. Ces injections de capital constituent une aide à la restructuration en faveur du groupe Areva.

La Commission a conclu que les injections de capital envisagées par l'État français constituaient une aide d'État compatible avec le marché intérieur sous certaines conditions[240]. La Commission européenne a conditionné son autorisation à l'avis de l'Autorité de sûreté nucléaire (ASN) sur l'état de la cuve de l'EPR de Flammanville, décision qui devrait être rendue à l'été 2017 ainsi qu'à l'autorisation par la Commission européenne de l'opération de concentration entre EDF et Areva NP (cette dernière a été obtenue fin mai 2017).

Dans sa décision, la Commission européenne n'a pas estimé nécessaire que la dette obligataire d'Areva soit restructurée au préalable puisqu'elle a autorisé son transfert dans le Nouvel Areva, dans le cadre d'un traité d'apport partiel d'actifs. À l'inverse, la dette bancaire d'Areva reste logée dans la structure de *defeseance* sans que le traitement discriminant entre la dette obligataire et la dette bancaire soit justifié, au regard de la loi.

L'État a par ailleurs annoncé lancer une offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligataire, afin de racheter les minoritaires au prix de 4,5 euros… Or pourtant, l'absorption des pertes par les actionnaires est une condition figurant dans les lignes directrices imposées

[239] Cour des comptes « *L'État actionnaire* », *op. cit.*, p. 64.
[240] Le Monde, « *Bruxelles accepte la recapitalisation d'Areva par l'État français* », 10 janvier 2017.

par la Commission européenne et pourtant négociées avec les États Membres[241].

Si la Commission européenne s'oblige à rester neutre quant à l'intérêt que présente pour un État membre de détenir, dans un secteur donné, en direct une entreprise, on peut regretter qu'elle ne contraigne pas davantage les États Membres à respecter scrupuleusement les règles en matière d'aides d'État. La Commission pourrait ainsi contraindre les États Membres, à réduire le coût des sauvetages pour leurs finances publiques et ce, même lorsqu'il s'agit de porter assistance à des entreprises publiques. L'activité opérationnelle d'Areva, dont l'intérêt du maintien en vie ne fait pas débat en Europe, n'aurait pas été affectée.

Ainsi, il aurait été tout à fait possible, dans le cas d'Areva, d'utiliser le régime de l'apport partiel d'actifs, afin de contourner les lacunes du droit des entreprises en difficulté et ainsi réduire le coût du sauvetage pour les finances publiques. Il aurait fallu pour cela accepter que les obligations et les prêts soient rachetés par l'État avec une décote par rapport à la valeur nominale, faisant ressortir la différence, entre, d'une part, la valorisation des actifs et, d'autre part, le passif d'Areva. L'État aurait ensuite converti les créances rachetées en actions de la NewCo. L'État serait resté de cette manière actionnaire majoritaire de la nouvelle entité, comme l'oblige la loi, en rachetant les créances transférées.

Même aux États-Unis, dans les pires moments de la crise financière, les tribunaux ont accepté que l'application stricte de la loi, jugée insuffisante, soit écartée lorsque les mesures prises pour sauver le système financier ont été contestées, et ce, afin d'en réduire le coût, pour le contribuable américain[242]. Dans le cas d'Areva, il s'avère en plus que l'État s'était déjà affranchi du respect strict des textes.

Comme évoqué précédemment, il a opéré une discrimination entre les créanciers, non pas en fonction de l'ordre de priorité, mais en fonction de la nature des créances, critère encore plus discutable, au regard de la loi, que celui de l'ordre de priorité. L'État a ainsi d'autorité décidé que les établissements bancaires devront rester au niveau de l'entité existante, contrairement aux obligataires, sans qu'on puisse à ce stade bien comprendre comme les premiers seront traités, alors qu'ils sont supposés être *pari passu* avec les obligataires.

La décision de préserver les marchés obligataires a sans nul doute été dictée, au moins en partie, par le souhait de l'État de ne pas déclencher des conséquences en cascade pour les autres entreprises publiques très endettées, comme la SNCF ou EDF, préservées pour l'heure de la discipline des marchés. Ces dernières semblent n'avoir pas davantage d'influence sur leur actionnaire, l'État français, à qui la Cour des comptes reproche régulièrement d'imposer une politique de distribution des dividendes trop importante compte tenu de la fragilité des entreprises[243].

L'État ne pourra continuer de cette manière à venir au secours des grandes entreprises. La situation actuellement est appelée à évoluer dans les années à venir, compte tenu de la dégradation de plus en plus significative des finances publiques. Le coût de l'inefficacité du droit des entreprises en difficulté pourrait à l'avenir coûter beaucoup plus cher à notre économie.

---

[241] Commission européenne « *Lignes directrices concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté autres que les établissements financiers* » (2014/C 249/01).
[242] R. Rasmussen, D. Skeel, « *Governmental Intervention in an Economic Crisis* », *op.cit.*
[243] Cour des comptes « *L'État actionnaire* », *op. cit.*, p. 50.

Parallèles avec la crise bancaire
Les *contingent convertibles ou Co-cos*, une solution au problème ?

Face à la nécessité de pouvoir dans des conditions très rapides forcer la restructuration du bilan des établissements bancaires défaillants, par nature extrêmement complexes, le secteur bancaire a connu l'apparition des *contingent convertibles* ou « Cocos ». Ces instruments sont devenus intéressants afin d'éviter l'effondrement des établissements bancaires qui ont pour particularité de devoir se refinancer tous les matins sur les marchés financiers, sous peine de faire défaut. Le métier des établissements bancaires est avant tout de prêter à long terme et d'emprunter à court terme.

Les investisseurs privés sont logiquement réticents à renforcer les fonds propres des banques lorsqu'elles sont fragilisées. Souvent, *in extremis*, les pouvoirs publics interviennent en qualité « d'actionnaires de dernier ressort », afin d'éviter la faillite de manière désordonnée. Une telle injection a un coût élevé pour les finances publiques et crée une situation d'aléa moral au niveau des banques.

Une manière de régler le problème consiste pour les établissements bancaires à émettre des valeurs mobilières hybrides qui absorbent les pertes, en provoquant une conversion de la dette en actions, dans les conditions fixées dans le contrat d'émission. L'élément déclencheur est souvent la violation d'un ratio de fonds propres imposé par la réglementation prudentielle.

Hors secteur financier, encourager les entreprises à émettre des Cocos afin de contourner le problème de l'inefficacité du droit des entreprises en difficulté et du veto des actionnaires n'est pas aisé. Faute pour ces entreprises d'être assujetties aux règles prudentielles, il est difficile de trouver par avance, des critères permettant la conversion forcée des obligations.

En tout état de cause, rien dans le droit français ne semble s'opposer à la contractualisation de la conversion des obligations si les paramètres sont suffisamment objectifs. La désignation d'un expert indépendant pourrait être suffisante.

135. – **Agir en investisseur avisé, le plus sûr moyen d'échapper à la Commission européenne**. Pour éviter une remise en cause de l'opération par la Commission européenne au titre de la législation sur les aides d'État, ce dernier conditionne son intervention à l'intervention de partenaires privés[244]. L'État espère ainsi démontrer qu'il agit comme un investisseur privé avisé et ce, en dépit du fait qu'il endosse le rôle d'actionnaire en dernier ressort, par hypothèse insolvable ou proche de l'être. Dans ces conditions, il devrait *a priori* être difficile pour l'État de trouver des investisseurs privés, désireux de prendre de tels paris financiers à tout le moins lorsque la situation de la société est particulièrement obérée. En réalité, si l'État y parvient, c'est que ses partenaires ont un intérêt distinct, de celui d'un investisseur financier classique, à participer au sauvetage de l'entreprise considérée. Le partenaire le plus évident dans ces circonstances est un industriel concurrent de l'entreprise en difficulté avec qui des synergies sont éventuellement possibles. Ainsi, récemment, lors

[244] TFUE, art. 107.

de la recapitalisation de Vallourec, l'État français a pu compter sur la participation de la société Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation – NSSMC[245]. Dans le cas de l'arrivée du chinois Dongfeng au capital de PSA, l'intérêt était davantage financier qu'industriel semble-t-il dans la mesure où les deux constructeurs avaient déjà un partenariat permettant à PSA d'avoir accès au marché chinois. En investissant dans PSA, l'actionnaire chinois permettait à PSA d'avoir accès au marché bancaire chinois qui soutiennent sans faille les constructeurs automobiles, n'étant pas sujettes aux mêmes contraintes prudentielles que les banques européennes. Cela dit, Dongfeng entend bien, grâce à cette alliance, bénéficier de transferts des technologies du groupe[246].

136. – **Le risque de « tunneling » de l'actionnaire industriel**. Dans ces circonstances, le partenaire industriel peut accepter de subir une perte financière dans le cadre de la recapitalisation, sachant qu'il pourra compenser cette perte avec les profits qu'il pourra tirer au plan industriel de ce rapprochement. Le risque de « *tunneling* », autrement dit, d'extraction de valeur par le partenaire industriel au détriment des autres actionnaires minoritaires ne droit donc pas être négligé[247]. Le risque en France est d'autant plus grand, que les contours de l'abus de majorité en droit français, tels que dessinés par la jurisprudence, sont beaucoup trop étroits[248]. Pour cette raison, lors de la recapitalisation de PSA, l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) avait proposé une alternative à l'arrivée de Dongfeng et de l'État français, sous la forme d'une conversion de la dette bancaire. Cette solution, si elle était justifiée sur le plan des principes, était toutefois irréaliste, au regard des nouvelles contraintes prudentielles des établissements bancaires[249], sauf à ce que ces derniers puissent céder leurs créances à un fonds d'investissement désireux de prendre le contrôle de PSA, il y avait peu de chance que cette issue se réalise. Cette initiative avait d'autant moins de chance de se réaliser qu'elle nécessitait l'accord de la famille Peugeot, en qualité d'actionnaire principal de PSA qui, on imagine, devait préférer l'État comme actionnaire à ses côtés, plutôt qu'un fonds d'investissement. Heureusement pour les actionnaires minoritaires dans le cas de PSA et de Vallourec, les deux groupes ont connu un rebond spectaculaire.

137. – **Un potentiel désalignement d'intérêt entre actionnaires minoritaires et l'État**. L'intérêt des autres actionnaires minoritaires, dans ces conditions, n'est pas du tout aligné, ni avec celui des partenaires industriels, ni avec celui de l'État, au moment de la recapitalisation. Pour ces raisons, les actionnaires minoritaires ne devraient pas se laisser influencer au moment d'apprécier l'intérêt d'une recapitalisation de la dernière chance pour lui-même. Comme l'a souligné la Cour des comptes à plusieurs reprises, l'État joue le rôle d'un actionnaire atypique par la multitude des intérêts, souvent contradictoires, qu'il est

---

[245] L'Opinion, « *L'État et Nippon steel, pompiers volontaires chez Vallourec* », 1er février 2016 ; L'AGEFI, « *La recapitalisation de Vallourec diluera à 69% l'actionnariat* », 11 avril 2016.
[246] France 24, « *PSA officiellement renfloué par la Chine et l'État français* », 19 février 2014.
[247] A. Atanasov, B. S. Black, « *Unbundling and Measuring Tunneling* », 2008, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030529.
[248] M. Harner, « *The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing* », 2008, *Fordham Law Review, Vol. 77*, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com /sol3/papers.cfm?abstract_id=1125082. Se pose la question de savoir si le procédé de tunneling susceptible d'être sanctionné sur le terrain de l'abus de majorité. Cela est peu probable tant son admission par la loi et la jurisprudence est restrictive. Tout au plus, il peut être considéré que le *tunneling* est contraire à l'intérêt social et rompt intentionnellement l'égalité entre associés. Néanmoins, le *tunneling* s'opère souvent subrepticement, sans qu'une décision d'assemblée en particulier ce qui le place hors du champ de l'abus de majorité.
[249] Le Monde, « *Recapitalisation de PSA : les actionnaires minoritaires s'inquiètent* », 4 février 2014.

amené à prendre en compte[250]. En participant conjointement à la recapitalisation de sociétés, aux côtés de l'État et d'investisseurs industriels, les actionnaires minoritaires prennent probablement davantage de risques qu'ils ne réalisent. Ceci est d'autant plus vrai que, compte tenu de l'état des finances publiques, on ne peut plus désormais présumer que l'État sera en mesure demain d'apporter son soutien en cas de rechute.

9ème constat : **La procédure collective américaine dite du « *Chapter 11* » offre au dirigeant d'entreprise en difficulté de puissants leviers pour à la fois contraindre et convaincre ses créanciers obligataires d'accepter des concessions significatives. Le *Chapter 11* évite ainsi au Trésor américain d'être contraint d'apporter son aide aux entreprises en assumant le risque maximal supporté par un actionnaire en dernier ressort.**

138. –. L'analyse des conditions dans lesquelles les grandes entreprises américaines se restructurent permet de mettre un peu plus en lumière les lacunes du droit français. Les règles de la procédure collective sont régies aux États-Unis par le *Bankruptcy Reform Act* de 1978 modifié à la marge, par le *Bankruptcy Reform Act* de 2005. Les dirigeants d'entreprise ont en substance le choix entre le *Chapter* 11 et le *Chapter 7*. Le *Chapter 11* américain est une procédure ouverte aux entreprises d'une certaine taille dont les perspectives de redressement sont réelles. Le management reste aux commandes de l'entreprise. Le *Chapter 7* est l'équivalent d'une procédure de liquidation conduisant à la réalisation de l'ensemble des actifs de l'entreprise. Les opérations sont réalisées par un *trustee*. Il est utilisé pour les petites entreprises non viables.

139. – **L'objectif de maximisation de la valeur d'usage des actifs.** Le droit américain des faillites est tourné vers la recherche de la maximisation de la valeur d'usage des biens de l'entreprise au profit des créanciers de cette dernière. Autrement dit, le droit a pour objectif de limiter les destructions de valeur au niveau de l'entreprise liées aux difficultés financières et opérationnelles de cette dernière dans l'intérêt des créanciers. Contrairement au droit français, le *Chapter 11* ne se justifie qu'à la condition qu'il soit fait la démonstration que cette solution génère un surcroît de valeur au regard des conséquences attachées à l'arrêt d'activité de l'entreprise. Les dirigeants bénéficient d'une période d'exclusivité pour présenter un plan de restructuration au vote des créanciers et à l'approbation du tribunal. Par ailleurs, il est particulièrement important en *Chapter 11*, de respecter les accords de départ, en ce compris, l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes des créances antérieures à l'ouverture de la procédure collective.

140. – **Le sort des entreprises à la main des porteurs de la *fulcrum security*.** Deux types de transactions peuvent être proposées : (i) une cession d'actifs à la condition de démontrer que l'acheteur potentiel va payer le prix le plus élevé possible ou (ii) une restructuration de l'entreprise à l'appui d'une valorisation de la valeur d'entreprise en redressement, souvent effectuée par une banque d'investissement. Le *Chapter 11* et, plus particulièrement, les règles concernant les modalités d'approbation du plan de restructuration, reposent sur l'idée que le contrôle de l'entreprise doit revenir à la ou les classes d'investisseurs qui ont le plus intérêt au redressement de l'entreprise en pesant les risques encourus. Lorsque la procédure aboutit au vote d'un plan de restructuration, ce dernier doit ainsi être approuvé par une ou des classes d'investisseurs bien précises, et non, comme en droit français, par l'ensemble des créanciers/actionnaires de la société, réunis en comités ou assemblée. Cette ou ces classes

[250] Cour des comptes, « *L'État actionnaire : apports et limites de l'Agence des participations de l'État* » 2004. Cette affirmation a été à nouveau constatée dans le rapport de la Cour des comptes de 2017. V. Cour des comptes, « *L'État actionnaire* », *op. cit.*

regroupent les investisseurs dont les incitations sont le plus alignées avec le sort de l'entreprise, au regard de valeur d'entreprise de la société en redressement (*on-going concern value*) et de l'ordre de priorité (*absolute priority rule*). Lorsque la société est insolvable, le *Chapter* 11 conduit au transfert du contrôle de l'entreprise, initialement détenu par les actionnaires, à la classe ou les classes d'investisseurs situées au niveau de là où « la valeur casse » (*the value breaks*) au regard de l'ordre de priorité. Cette ou ces classes sont alors détenteurs de la « *fulcrum security* ». Parmi toutes les classes de créanciers, ce sont les créanciers qui ont perdu l'espoir d'être remboursés intégralement en cas de réalisation de l'ensemble des actifs de la société au regard de la valeur d'entreprise de cette dernière. Leurs droits et leurs intérêts sont donc nécessairement affectés par le plan de restructuration, contrairement à d'autres créanciers plus *senior* dans l'ordre de priorité. Contrairement à d'autres créanciers plus *juniors* qui ont perdu tous droits dans la procédure, les porteurs de la « *fulcrum security* » n'ont pas tout perdu et sont bénéficiaires du plan[251]. Les créanciers dont les droits ne sont pas affectés par le plan de redressement ne participent ainsi pas au vote dudit plan. Les actionnaires et les créanciers, qui ne reçoivent rien au titre du plan, sont supposés s'y opposer, mais leur opposition ne fait pas obstacle à l'adoption du plan[252].

141. – En ne faisant que voter les créanciers détenteurs de la *fulcrum security* ou créanciers « pivots », expression donnée par le Conseil d'analyse économique[253] , le droit américain permet d'éviter deux écueils :

> 1°) une destruction de valeur inutile au niveau de l'entreprise en cas de réalisation de l'ensemble des actifs de l'entreprise au profit d'un tiers, à un prix inférieur à la valeur d'entreprise de la société en redressement ; ce risque existe dès lors que le pouvoir est systématiquement conféré aux créanciers *senior* titulaires de sûretés, comme en droit anglais ; ces créanciers ont en effet intérêt à demander la réalisation de l'ensemble des actifs de l'entreprise, s'ils sont assurés, compte tenu de leur rang de priorité, d'être remboursés entièrement grâce au produit de la cession ; par définition, la « valeur casse » en dessous d'eux ; un créancier d'une société en difficulté préfère toujours être remboursé aujourd'hui plutôt que de miser sur le redressement de l'entreprise et ce, même si la valeur économique de leurs créances n'est pas affectée par le plan de restructuration qui les préserve.
>
> 2°) une destruction de valeur inutile au niveau de l'entreprise en cas de redressement de l'entreprise dans des conditions irréalistes, compte tenu du niveau d'endettement de la société conservé, en effet, si les actionnaires restent décisionnaires dans la procédure collective et parviennent ainsi à s'opposer à une dilution totale de leurs droits, les créanciers ne peuvent pas convertir de dette en actions, autant qu'il est nécessaire, de sorte que l'entreprise continue de souffrir d'une situation de détresse financière qui obère ses perspectives de redressement ; ce risque de surendettement,

---

[251] D. Baird, A. Bris, N. Zhu, « *The Dynamics of Large and Small Chapter 11 Cases: An Empirical Study* ». 2007, Yale ICF Working Paper No. 05-29, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=866865 ; D. Baird, B. Rasmussen, « *Anti-Bankruptcy* », 2009, *Yale Law Journal, Vol. 119, p. 648, 2010*, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1396827 ; D. Baird, et D. Bernstein, « *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain* », 2006, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=813085 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.813085 ; D. Baird, B. Rasmussen, « *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations* », 2001 Virginia Law Review, Vol. 87, pp. 921-959, Disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=278841

[252] S. Vermeille, « *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français* ? », *op. cit.* ; S. Vermeille, « *Un Chapter 11 bancaire ?* », janvier 2013, Revue Banque, n°755-756.

[253] G. Plantin, D. Thesmar et J. Tirole, « *Les enjeux économiques du droit des faillites* », juin 2013, Les notes du Conseil d'Analyse Economique.

très présent en France, existe dès lors que le pouvoir doit être partagé avec des classes de créanciers et actionnaires dont la valeur des titres est déjà réduite à zéro au moment de l'approbation du plan. Ces classes d'investisseurs ne subissent plus les conséquences de l'aggravation de la situation financière de la société et n'envisagent la poursuite de l'activité de l'entreprise, bien qu'encore surendettée, que comme une perspective positive pour eux-mêmes (mais pas nécessairement pour les autres qui ont davantage à perdre que ceux qui ont déjà tout perdu), et ce, même si l'entreprise devait rapidement rechuter, comme c'est le cas en France.

142. – En droit américain, le juge ne décide pas du sort de l'entreprise mais a pour mission d'apprécier le caractère équitable du traitement de l'ensemble des investisseurs, par référence, soit à la valeur liquidative, lorsqu'il s'agit de forcer le consentement d'une minorité de créanciers au sein d'une classe de créanciers, soit à la valeur d'entreprise en redressement de la société, lorsqu'il s'agit de forcer le consentement d'une classe entière de créanciers. Le *Chapter 11* se distingue ainsi du droit français par la clarté de ses règles, le respect rigoureux de droits contractuels acquis, et, par extension, de l'ordre de priorité de paiement et d'absorption des pertes, ainsi que le rôle du juge garant du respect des droits des différentes parties. Pour cette raison, il n'est donc pas surprenant que la Commission européenne, dans sa proposition de directive européenne du 22 novembre 2016, ait choisi de suivre l'approche américaine[254].

143. – La clarté des règles du *Chapter 11* favorise le regroupement de la dette entre les mains de fonds d'investissement qui valorisent le plus l'entreprise en phase de redressement : ce sont les investisseurs désireux d'acquérir le contrôle de la société pour en modifier la gouvernance et imposer un nouveau plan d'affaires. En dépit de la complexité de la structure du bilan des très grandes entreprises américaines, la clarté des règles du *Chapter 11* et le strict respect de l'ordre de priorité des paiements permettent aux fonds d'investissement d'identifier la *fulcrum security* permettant de prendre le contrôle de l'entreprise. Ces fonds procèdent alors à des acquisitions de cette classe spécifique de dette, ce qui entraîne souvent une hausse des prix juste avant l'ouverture du *Chapter 11*. La consolidation de la dette de la société en faveur de fonds d'investissement actifs modifie *ex ante* la dynamique de négociation hors procédure collective entre la direction et les créanciers. La présence de fonds d'investissement actifs dans le processus de négociation permet de réduire les coûts de coordination entre créanciers, facilite le travail de restructuration de la dette et améliore la gouvernance d'entreprise.

144. – Comme évoqué, contrairement aux établissements bancaires, les fonds d'investissement sont parfois désireux d'obtenir des actions en échange du rachat d'obligations. S'ils sont confiants dans la capacité de redressement de l'entreprise, ils envisagent de réaliser une plus-value dans l'opération, non pas en qualité de créancier, mais d'actionnaires. Ils sont donc davantage incités à pousser en faveur d'une restructuration en profondeur le bilan de l'entreprise que les établissements bancaires. Ces derniers n'envisagent en effet jamais de se retrouver dans la situation de l'actionnaire. Ils ne se considèrent jamais, quelle que soit la situation financière de la société, comme un actionnaire

[254] V. Le vocabulaire et les mécanismes prévus par la directive du 22 novembre 2016 témoignent d'un rapprochement avec le droit américain. Par exemple, la « viabilité » de l'entreprise devient le critère déterminant l'éligibilité à un redressement plutôt qu'une liquidation ; la procédure fixe la « valeur de l'entreprise » (« *on going concern value* » et sa « valeur de liquidation » (« *liquidation value* ») qui permettent de déterminer les droits des différents créanciers ; ces derniers sont répartis en « classes » et peuvent restructurer les obligations financières de l'entreprise sur une base non consensuelle, c'est « l'application forcée interclasse » (« *cramdown* »).

percevant un droit, certes résiduel, mais cependant illimité sur les fruits de l'entreprise. La différence d'attitude entre un fonds d'investissement et un établissement bancaire s'est creusée depuis le durcissement des règles prudentielles. Ces dernières pénalisent désormais sévèrement les banques qui convertissent leurs créances en actions. De plus, contrairement à un établissement bancaire, les fonds d'investissement ne sont pas susceptibles de se retrouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leur position à la fois de créancier et de potentiel garant de l'augmentation de capital de la dernière chance qui peut être une source de rémunération importante. Dans la mesure où ces deux positions sont tenues par deux départements différents au sein d'un même établissement bancaire, le risque de conflit d'intérêts est avéré. Le département susceptible de gagner, auprès d'un émetteur, un mandat en vue de garantir sa recapitalisation de la dernière chance, n'a pas intérêt à ce que le bilan de la société soit restructuré de telle sorte qu'un changement de contrôle de l'entreprise s'opère. Dans cette hypothèse, le nouvel actionnaire de contrôle prendrait à sa charge le soin de garantir l'émission d'actions nouvelles, comme le fonds Apollo Management, au cours de la restructuration de Latécoère[255].

145. – Le *Chapter 11* fait naturellement l'objet de nombreuses critiques qui, récemment, se sont concentrées sur trois sujets[256] :

> 1°) la lourdeur et, donc, le coût de la période d'observation dans la mesure où un grand nombre d'actes du dirigeant du débiteur doivent recueillir l'assentiment du juge, le *U.S. trustee* n'ayant pas un rôle équivalent à l'administrateur judiciaire en France qui peut être précieux ; étant précisé que n'importe quel créancier peut être entendu à l'audience et faire valoir ses vues, même s'il est préférable de passer par le comité des créanciers constitué à cet effet ;
>
> 2°) les contentieux de plus en plus multiples entre les parties portant sur la valeur d'entreprise en redressement de la société ; des fonds d'investissement se disputent de cette manière le contrôle de l'entreprise, en prétendant tous les deux être le détenteur de la *fulcrum security*.
>
> 3°) les cessions de l'ensemble des actifs de la société au profit des créanciers titulaires sûretés, avant même la cristallisation de la valeur d'entreprise et donc l'approbation du plan par les détenteurs de la *fulcrum security*. La généralisation de l'usage de l'exception prévue dans le *U.S. Bankruptcy Code* autorisant les cessions d'actifs du débiteur est née du besoin grandissant de raccourcir les délais de procédure. Le basculement dans une économie de plus en plus immatérielle a rendu nécessaire la réduction de la période d'observation aux États-Unis. Ceci étant dit, ces cessions rapides ont donné lieu à de nombreuses critiques, au motif qu'elles permettaient aux fonds d'investissement, de capter une partie de la valeur devant revenir en principe aux créanciers non titulaires de sûretés[257]. Une réforme du *Chapter 11* est envisagée afin de corriger cette pratique[258].

---

[255] Actunews, « *Restructuration financière du groupe Latécoère – Lancement des augmentations de capital* », 20 août 2015.

[256] American Bankruptcy Institute, « *Commission to study the reform of chapter 11 – final report and recommendations* », 2014, disponible sur https://abiworld.app.box.com/s/vvircv5xv83aavl4dp4h.

[257] D. Baird, B. Rasmussen, « *The End of Bankruptcy* », *Stanford Law Review*, Vol. 55, 2002, disponible sur SSRN: https://ssrn.com/abstract=359241 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.359241.

[258] American Bankruptcy Institute, « *Commission to study the reform of chapter 11 – final report and recommendations* », *op. cit.*

146. – En dépit de ces critiques, sur le plan des principes, le *Chapter 11* apparaît intrinsèquement supérieur au droit des entreprises en difficulté français, en particulier lorsqu'il s'agit de faciliter les restructurations de la dette obligataire le plus efficacement possible. Grâce à la menace de l'ouverture d'un *Chapter 11*, un dirigeant d'entreprise américaine a ainsi un pouvoir de négociation plus important qu'un dirigeant d'entreprise française. Il est en meilleure position pour à la fois convaincre et contraindre les créanciers dispersés sur les marchés financiers d'accepter de faire des concessions significatives. Lorsque la situation financière de la société le justifie, les dirigeants peuvent obtenir des porteurs d'obligations des annulations partielles de dette en contrepartie de la remise d'actions dans le cadre d'offres publiques d'échange, chaque obligataire devant, au regard de la loi, donner son consentement à un tel échange.

147. – Il arrive bien évidemment que les offres publiques échouent aux États-Unis en dépit des avantages que présente le *Chapter 11*. Les travaux empiriques ont cependant mis en évidence une amélioration ces dernières années de la capacité des entreprises à restructurer leur dette obligataire en dehors de la procédure collective. Une première étude, datée de 1994 a ainsi mis en évidence que sur 161 entreprises notées CCC selon l'échelle de Standards & Poor, 76 entreprises sont parvenues à se restructurer dans le cadre d'une offre publique d'échange, 78 ne n'ont pas réussi et ont ouvert ensuite un *Chapter 11*[259]. Une seconde étude datant de 2006 a, cette fois, démontré que la proportion d'entreprises parvenant à se restructurer hors procédure collective a décliné au début des années 2000. Durant cette période, 60% des émissions obligataires faisant l'objet d'un défaut auraient donné lieu à l'ouverture d'une procédure collective[260]. Cette tendance s'est ensuite inversée. Ainsi, l'évolution récente de l'équilibre des parties au cours de la procédure collective, en faveur des créanciers titulaires de sûretés, tendrait à favoriser le succès des offres publiques auprès des obligataires, non titulaires de sûretés, ces derniers sont alors davantage contraints à accepter l'offre. Les obligataires craignent alors que les créanciers *senior* captent indûment de la valeur au cours de la procédure collective[261].

148. – **Améliorer les chances de succès de l'offre publique d'échange par la pratique des « *exit consents* ».** Soucieux du succès de son offre publique et conscient du risque d'inertie des obligataires, le dirigeant d'entreprise doit construire son offre de manière à la rendre la plus attractive possible. Le débiteur peut chercher à encourager les obligataires à participer à l'offre, en leur promettant, par exemple, de leur verser une rémunération en cas de succès sous la forme, d'un *consent fees*. Le débiteur peut également chercher à contraindre les obligataires à participer à l'offre. Dans ce domaine, la liberté contractuelle devrait être encouragée, sous réserve du respect du droit applicable. Les propositions de l'initiateur ne doivent pas avoir pour effet, dans les faits, de violer leur consentement. Les porteurs doivent rester libres d'accepter de participer ou non à l'offre[262]. Afin de contraindre les obligataires à recapitaliser la société, tout comme Théolia et Bull en France[263], certains émetteurs américains ont cherché, parallèlement à l'organisation d'une offre publique d'échange, à

[259] J. Franks, W. Torous « *A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and chapter 11 reorganizations* », 1994, *Journal of Financial Economics*, vol. 35, issue 3, pages 349-370.
[260] V. E. Altman, et W. Stonberg, « *The Market in Defaulted Bonds and Bank Loans* », 2006, *Journal of Portfolio Management* 32, 93-106 ; Douglas G. Baird, Robert K. Rasmussen, 2003, « *Chapter 11 at Twilight* », *Stanford Law Review* 56, 673-699.
[261] W. Adam, A. Levitin, « *The New Bond Workouts* », *op. cit.*
[262] Si la pollicitation est enchâssée dans une procédure particulière, elle ne saurait en altérer la nature profonde de sorte que le droit des obligations reste applicable.
[263] *Cf. supra* § 38.

faire approuver par les obligataires des modifications aux termes et conditions de l'emprunt. Les obligataires sont alors invités à approuver une réduction de leurs droits (en provoquant essentiellement un report de la date de maturité, une baisse du taux d'intérêt, une suppression des covenants et des sûretés)[264]. Les obligataires, faisant le choix de ne pas participer à l'offre, se retrouvèrent alors titulaires d'un titre, par définition moins liquide, et dépourvus de mécanismes élémentaires de protection. Mécaniquement la valeur des titres d'origine s'effondrait alors sur les marchés financiers. Cette pratique a été ainsi baptisée la pratique des « *exit consents* ». Face aux dérives de cette pratique[265], les tribunaux aux États-Unis, contrairement à la France, ont été saisis pour préciser les conditions du droit des obligataires de modifier, à la majorité qualifiée, les termes et conditions de l'emprunt. Cette jurisprudence a fait l'objet de nombreuses controverses. Face au risque d'échec des offres publiques, un débat s'est alors ouvert aux États-Unis afin d'envisager de réformer le *Trust Indenture Act* (TIA) imposant la règle de l'unanimité, en cas de modification significative des termes et conditions de l'emprunt. L'augmentation cependant, ces dernières années, du taux de succès des offres publiques en raison d'une évolution de la dynamique de négociation en *Chapter* 11, défavorable aux obligataires, et rendant plus coûteuse pour eux l'ouverture d'une procédure collective pour ces derniers, a stoppé, semble-t-il, à court terme, toute velléité de réforme, à mesure que le taux de succès des offres publiques remontait[266]. En France, nous avons opté pour une réforme louable, même si on peut regretter qu'il n'y ait pas eu un débat avec les investisseurs, avant d'adopter une telle mesure.

149. – **Répercussions sur les opérations de recapitalisation** : même si le nombre d'études empiriques est encore insuffisant en la matière[267], pour toutes ces raisons, il doit être possible d'attribuer le plus faible nombre d'opérations de recapitalisation de la dernière chance aux États-Unis, par rapport à l'Europe, à l'efficacité du *Chapter 11*. Ces dernières années, les entreprises américaines ont plutôt réalisé des augmentations de capital en numéraire, postérieurement à la restructuration en profondeur de leur bilan, durant la phase de *Chapter 11*. Une augmentation de capital est bénéfique à ce stade pour l'ensemble des parties. Le débiteur bénéficie d'un apport d'argent frais sans avoir à recourir à l'endettement. Les créanciers, ainsi que les porteurs d'actions antérieurs à la procédure collective peuvent préserver leur investissement au capital du débiteur en souscrivant à l'augmentation de capital. Ils peuvent également améliorer leurs chances de retour sur investissement en souscrivant aux actions à un prix supposé être inférieur à la vraie valeur des actions, par définition solvable. Le succès de l'augmentation de capital indique au marché que les parties sont optimistes quant aux perspectives de retournement de la société[268]. Ce type de

---

[264] W. Adam, A. Levitin, « *The New Bond Workouts* », 2017, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 17-9, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.*cf*m?abstract_id=2909186.

[265] Trust Indenture Act, Section 316 (b) ; V. les arrêts *Marblegate Asset Management, LLC v. Education Management Corp*. et *MeehanCombs Global Credit Opportunities Funds, LP v. Caesars Entm't Corp* ; Latham & Watkins, « *A new tool for holdout bondholders: the Trust Identure Act* », 2015 ; Weil, Gotshal & Manges, Bankrupcy Blog, « *What Marblegate Can Teach Us About the Protections Available to Minority Noteholders in an Out-of-Court Restructuring* », 2012.

[266] M. Roe, « *The Trust Indenture Act of 1939 in Congress and the Courts in 2016: Bringing the Sec to the Table* », 2016, disponible sur le site de la Harvard Law School : http://blogs.harvard.edu /bankruptcyroundtable/files /2016/02/Roe-Bringing-the-SEC-to-the-Table.pdf.

[267] J. Park, « *Equity Issuance of Distressed Firms* », *op. cit.*

[268] V. notamment, Th. Carlson, « *Rights Offerings Provide 'New' Solution to Classic Leverage Problem* », 2007, *The Journal of corporate renewal* ; D. Winikka, P. Green « *Rights Oerings in Bankruptcy: more than New capital* », 2001, Association of insolvency and restructuring advisor, Journal Volume 24 Number 5. En France, il est peu fréquent pour les entreprises qui émergent de la procédure collective d'organiser une augmentation de capital. Ce fut cependant le cas dans le dossier Latécoère : Communiqué de presse,

financement paraît préférable à l'émission de nouvelles obligations *high yield* à des taux d'intérêt élevés, solution proposée récemment par CGG, pour bénéficier d'un apport d'argent frais[269]. Pour toutes ces raisons, certains ont considéré que le *Chapter 11* avait été un élément clé dans le redressement rapide des États-Unis, par rapport au reste de l'Europe[270].

150. – **Répercussion sur les modalités d'intervention du Trésor américain auprès des entreprises en difficulté** : la différence entre le *Chapter 11* et le droit des entreprises français a des répercussions sur la manière dont le Trésor américain prête assistance aux entreprises américaines privées. L'État américain a eu à intervenir pour prêter assistance à des entreprises américaines au pire moment de la crise financière. Hormis au moment de l'effondrement complet des marchés financiers en 2008, un véritable marché privé du financement des entreprises en difficulté existe aux États-Unis. Dès 2009, de grandes entreprises américaines faisant l'objet d'un *Chapter 11* ont été capables de financer par des investisseurs privés leurs besoins de financement à court terme se chiffrant pourtant en milliards[271]. Ce n'est donc qu'exceptionnellement que le Trésor américain est intervenu, au tout début de la crise financière. Les opérations de sauvetage ont en effet été justifiées par l'administration Obama et les membres du Congrès au regard de la gravité de la crise financière et des conséquences de la disparition de certains établissements financiers, mais aussi de grands constructeurs automobiles sur l'économie. Les conditions du sauvetage par l'État américain des constructeurs automobiles Chrysler et de General Motors ont fait l'objet de vives discussions, y compris dans le monde académique[272]. En tout état de cause, la manière dont intervient le Trésor est de nature à davantage réduire le coût de l'opération pour les finances publiques. En tout état de cause, au moment de l'intervention, les quatre principes fondateurs du fonds de sauvetage étaient (1) la protection de l'investissement du contribuable et la maximisation de l'investissement dans les limites du possible, (ii) promouvoir la stabilité et empêcher l'arrêt des marchés financiers et de l'économie (iii) renforcer la confiance du marché afin d'encourager l'investissement privé et (iv) réaliser l'investissement, aussi rapidement que possible d'une manière la plus appropriée afin de réduire l'impact financier et économique de l'intervention[273]. On notera que ces principes sont très éloignés de ceux de l'État français.

Restructuration financière du groupe Latécoère – réalisation de l'augmentation de capital réservée aux prêteurs du 21 aout 2015.

[269] *Cf. Supra* p. 38.

[270] S. Gilson, « *Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S* », 2012, Economy. Journal of Applied Corporate Finance, 24: 23–35.

[271] Ibis. V. aussi G. Plantin, D. Thesmar et J. Tirole, « *Les enjeux économiques du droit des entreprises en difficulté* », *op. cit*., p. 4.

[272] M. Roe, D. Skeel, « *Assessing the Chrysler Bankruptcy* », 2010, *Michigan Law Review*, Vol. 108, pp. 727-772, disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=1426530 ; S. Lubben, « *No Big Deal: The GM and Chysler Cases in Context* », 2009, *American Bankruptcy Law Journal*, Vol. 83, disponible sur SSRN : http://ssrn.com/abstract=1467862 ; J. Warburton, « *Understanding the Bankruptcies of Chrysler and General Motors: A Primer*», 2010, *Syracuse Law Review*, Vol. 60, No. 3, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1532562 ; E. Morrison, « *Chrysler, GM and the Future of Chapter 11* », 2009, Columbia Law and Economics Research Paper No. 365, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=1529734.

[273] B. Canis, B. Webel, « *The role of TARP Assistance in the restructuring of General Motors* », 2014, CRS Report for Congress.

Le sauvetage de General Motors par le Trésor américain

L'intervention du Trésor américain pour prêter assistance à GM fut motivée par la fermeture du marché du crédit au constructeur automobile en pleine crise financière.

Les opérations de sauvetage des constructions automobiles ont été menées de manière à minimiser le coût pour les finances publiques. Le Trésor américain a accordé dans un premier temps des prêts à hauteur de 20 milliards d'euros à GM assortis de garanties. Le Trésor a ensuite accordé 30 milliards postérieurement à l'ouverture d'un *Chapter 11*, en dette et avec le statut privilégié accordé aux *Debtor In Possession Financing* ou *DIP financing* (l'équivalent du privilège de procédure).

Contrairement à Areva, la dette obligataire de GM n'a pas été transférée avec les actifs sains. Seules essentiellement la dette du Trésor américain et du gouvernement canadien, bénéficiant, d'un rang de priorité plus favorable que les créanciers historiques, a pu être transférée, compte tenu de la valeur des actifs. Les actionnaires et les obligataires de GM sont restés dans la société qui a fait l'objet ensuite d'une liquidation, dans le cadre d'un *Chapter 7*.

Le Trésor américain a ensuite pris, aux côtés de l'État américain et des créanciers de GM, le contrôle du « New GM », une nouvelle entité réceptacle des actifs considérés comme viables de GM, laissant les autres êtres liquidés dans le cadre d'une procédure de *Chapter 7*.

Le Trésor américain n'a jamais eu pour objectif de prendre le contrôle du groupe (sa participation était au plus haut égale à 60% du capital) et a toujours eu le souci de minimiser le coût de l'intervention pour le contribuable américain. Il s'est ainsi délesté de sa participation, profitant de l'introduction en bourse du New GM en 2010, puis d'opportunités successives. Le Trésor a reconnu avoir réalisé une moins-value de 9 milliards de dollars dans l'opération, en dépit du retour à la profitabilité des constructeurs, le cours de bourse n'ayant pas encore retrouvé son niveau d'autant.

Partie III: Recommandations et Conclusion générale

151. – **Des conséquences, sur un plan micro-économique, des lacunes du droit méconnues**. Les États Membres de l'Union européenne, en particulier la France, ainsi que les institutions européennes se trouvent aujourd'hui confrontés au défi de réaliser une réforme ambitieuse du droit des entreprises en difficulté. Le premier obstacle, souvent sous-estimé, est de s'accorder sur le coût des effets induits d'un droit des entreprises en difficulté inadapté. En France, on peine à établir un diagnostic commun quant aux effets *ex ante* et *ex post* du droit des entreprises en difficulté. Pour cette raison, nous avons fait le choix dans cette étude de mettre plus particulièrement l'accent sur un des effets pervers du droit des entreprises en difficulté, à savoir : l'impossible restructuration en profondeur du bilan des sociétés cotées, faisant appel aux marchés obligataires et, les conséquences négatives induites, tant pour leurs actionnaires minoritaires, que l'État, appelé à endosser, le rôle d'actionnaire en dernier ressort, faute pour les règles applicables à la gouvernance d'entreprise et au droit boursier de protéger suffisamment en France les investisseurs.

152. – Nous avons également brièvement évoqué d'autres conséquences néfastes du droit des entreprises en difficulté[274] :

> 1°) pour les grandes entreprises cotées, à savoir, la plus grande propension de ces entreprises à se voir contraintes soit 1) d'être démantelées dans le seul but de traiter leurs problèmes financiers, ou soit 2) de devoir rechercher une solution d'adossement auprès d'un tiers industriel, le plus souvent étranger, avec les conséquences induites, en termes d'emplois, pour la France,
>
> 2°) pour les entreprises non cotées, comme les entreprises sous LBO, la plus grande difficulté à restructurer également leur dette.

153. – **Des conséquences, sur un plan macro-économique, des lacunes du droit, encore insuffisamment analysées** : un indicateur de l'inefficacité du droit des entreprises en difficulté pourrait être trouvé au niveau du taux de rechute à cinq ans des entreprises qui émergent d'une procédure collective en situation d'être redressées. Ce dernier est égal, selon la société Euler Hermès, à 85% en France pour les entreprises qui émergent du redressement judiciaire dans le cadre d'un plan de redressement. Il est égal à 50% pour les entreprises qui émergent de la procédure de sauvegarde[275]. Ces taux très importants peuvent traduire deux choses : d'une part, les tribunaux ont tendance à forcer le redressement d'entreprises non viables, au détriment des entreprises concurrentes, dans la volonté de préserver l'emploi à tout prix. D'autre part, les tribunaux laissent émerger de la procédure collective des entreprises, peut-être viables, mais encore trop lourdement endettées, pour les raisons évoquées précédemment. Ces résultats sont cohérents au regard des analyses réalisées au niveau macro-économique. Ils expliquent l'effet particulièrement dépressif de la procédure

---

[274] Il faut rappeler que contrairement à l'idée répandue, l'efficacité du droit des entreprises en difficulté ne se mesure pas à l'aune du nombre de faillites d'entreprises constatées ou de mandats *ad hoc* et procédures de conciliation ouverts chaque année. Un pays n'est pas nécessairement en mauvaise santé en raison d'un nombre élevé de faillites d'entreprises. Un pays qui connaît à la fois un nombre élevé de défaillances d'entreprises et un nombre – encore plus élevé – d'entreprises en forte croissance est un pays en bien meilleure santé qu'un pays connaissant un faible nombre de défaillances d'entreprises mais encore moins d'entreprises en croissance. À cet égard, on reproche souvent à la France un trop grand nombre d'entreprises de taille moyenne ou grande dites « statiques », peu créatrices d'emplois. V. À cet égard les statistiques dans Th. Aubrey, R. Thillaye, A. Reed « *Supporting Investors and Growth Firms* », 2015, Policy Network, disponible sur www.policy-network.net. Par ailleurs, un nombre élevé d'ouvertures de procédures collectives n'est pas forcément un indicateur pertinent. C'est le cas si la très grande majorité des entreprises concernées sont des sociétés unipersonnelles ou de très petites entreprises, comprenant seulement un ou deux salariés. Plutôt que d'être liquidées à l'amiable, ces entreprises choisissent de recourir à la procédure collective. Pourtant, elles ont souvent un faible nombre de créanciers rendant en principe aisé l'apurement du passif. La France se trouve typiquement dans cette situation puisqu'elle connaît un très grand nombre de défaillances mineures qui encombre inutilement ses tribunaux. L'existence de règles spécifiques en droit du travail, applicables à la condition que la société soit placée en procédure collective explique cette situation. La perspective de pouvoir garantir le paiement des salaires et de certaines indemnités, grâce au régime de l'AGS, encourage ainsi les employeurs de petites entreprises (correspondant au très gros contingent d'entreprises en France) à recourir à la procédure collective plutôt qu'à liquider leur entreprise à l'amiable. Inversement, le faible nombre de faillites en Espagne n'est pas un indicateur de bonne santé de l'économie. Les études ont montré, qu'en réalité, les entreprises espagnoles fuient la procédure collective qu'elles jugent inefficace. Prêtes à tout pour éviter le juge, les entreprises essayent de trouver des solutions alternatives qui ne sont pas toujours optimales. V. A. Gurrea-Martínez, « *The Low Use of Bankruptcy Procedures in Spain: Reasons and Implications for the Spanish Economy* », 2016, Ibero-American Institute for Law and Finance, Working Paper Series 5/2016, disponible sur SSRN: http://ssrn.com/abstract=2783666.

[275] Statistiques du crédit-assureur, Euler-Hermès, disponibles sur demande.

collective sur l'activité des entreprises. Les entreprises qui méritent réellement d'être sauvées sont pénalisées du fait de la tentative de maintenir à tout prix des entreprises non viables. Les professionnels les plus rompus à la pratique du droit des entreprises en difficulté n'appréhendent pas forcément ces considérations d'ordre macro-économique. Les professionnels du droit sont davantage focalisés sur les conséquences au niveau micro-économique des décisions prises. Combien de fois a-t-on pu entendre dans les prétoires que personne n'a à perdre du prolongement artificiel de la vie d'entreprise, si cela permet de protéger une centaine d'employés du chômage six mois supplémentaires ? Les conséquences sur la concurrence de jeunes *outsiders* ne sont pas prises en compte.

154. – **Des obstacles importants à une réforme ambitieuse du droit des entreprises en difficulté.** La prise de conscience de l'ensemble des effets induits du droit des entreprises en difficulté doit nous amener à la conclusion que le législateur français n'a pas d'autre choix que de réformer à nouveau le droit des entreprises en difficultés. Certes, le droit des entreprises en difficulté est un droit fortement imprégné de la culture et de l'histoire du pays dans lequel il s'applique. Pendant longtemps, il a été influencé par des considérations d'ordre politique, à l'image de la loi de 1985[276], conférant un objectif très volontariste au droit des entreprises en difficulté. Ceci étant rappelé, la recherche de l'efficacité, se traduisant par le retour au consensualisme, prime largement désormais. Le soutien des créanciers aux plans de redressement est devenu une priorité de l'administrateur judiciaire et du tribunal de commerce dans les grands dossiers de restructuration. Il n'est donc pas surprenant que, dernièrement, un gouvernement socialiste ait lancé deux réformes du droit des entreprises en difficulté considérées comme favorables aux droits des créanciers, en 2014[277] et en 2015[278].

155. – L'histoire est certes empreinte d'échecs de tentatives de transposition de droits d'un pays à l'autre. Par exemple, lors de la chute du mur de Berlin, les pays d'Europe de l'Est ont tenté d'introduire le U.S. *Chapter 11*[279] sans grand succès. Le monde académique, au niveau international, considère pour cette raison que les États subissent la dépendance du sentier « *path dependant* »[280]. Cependant, ces échecs sont avant tout liés à la grande difficulté d'importer un droit qui requiert, on l'oublie trop souvent, des institutions judiciaires particulièrement adaptées ainsi que des professionnels du droit et de la finance spécialisés et ce, afin de pouvoir suffisamment bien assister les débiteurs et les créanciers, dans des pays ayant un niveau de développement institutionnel et économique très différent. En refusant une réforme ambitieuse du droit des entreprises en difficulté, la France peut-elle se permettre, en cette période *post Brexit*, d'acter qu'elle n'est pas dotée d'institutions judiciaires et d'un environnement professionnel adéquat ?

156. – Outre le poids de la tradition, la place que le droit des entreprises en difficulté tient

---

[276] Pour la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 l'objectif affiché du législateur était clair : le redressement de l'entreprise. Cet objectif était affiché dès l'article 1er de la loi visant « *la sauvegarde de l'entreprise, le maintien de l'activité, de l'emploi et l'apurement du passif* » pour l'atteindre le législateur n'avait pas hésité à porter atteinte aux droits des créanciers (*notamment recul des sûretés réelles*), presque réputés coupables des difficultés de l'entreprise.

[277] Ordonnance n°2014-326 du 12 mars 2014 et son décret d'application n°2014-736 du 30 juin 2014 ; ordonnance n°2014-1088 du 26 septembre 2014.

[278] Loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (dite « loi Macron »).

[279] K. Pistor, M. Raiser, S. Gelfer, « *Law and Finance in Transition Economies* », 2000, disponible sur SSRN : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214648.

[280] V. par ex. K. Pistor « *Patterns of legal change : shareholders and creditors rights in transition economies* », 2000, European Business Organization Law Review, 1: 59-108.

dans l'ordonnancement juridique serait un obstacle à toute réforme ambitieuse. Le droit des entreprises en difficulté est en effet à l'embranchement d'un nombre important d'autres droits. Il doit s'accorder par exemple avec le droit des sociétés, le droit des sûretés et le droit boursier. Toute modification significative du droit des entreprises en difficulté est, pour cette raison, susceptible d'entraîner des répercussions non maîtrisées dans les autres branches du droit si le législateur n'y prête pas attention. A cet argument, il peut être opposé que compte tenu de l'approche volontariste du droit des entreprises en difficulté en faveur des salariés et par extension, en faveur des actionnaires, la coordination du droit des entreprises en difficulté français avec, d'une part, le droit des sociétés et, d'autre part, le droit des sûretés réelles, fonctionne d'ores et déjà très mal, pour les raisons déjà évoquées précédemment. Cette situation nuit fortement à la clarté et à l'efficacité de notre système juridique.

157. – **La stratégie du législateur de réformer à petits pas, ayant connu une accélération depuis 2005 a en partie échoué,** en dépit des améliorations significatives apportées à la loi de 1985. Cette stratégie a été initiée dès 1994[281], date à laquelle, fut votée la première loi chargée de traiter les effets induits provoqués par l'approche radicale de loi de 1985 sur le traitement des difficultés. À la supposée impossible réforme des procédures collectives en France et, particulièrement du redressement judiciaire, le législateur a enclenché une fuite en avant qui l'a conduit successivement à :

1°) penser que le règlement à l'amiable des difficultés était toujours préférable, en toutes circonstances, à l'ouverture d'une procédure collective ; or une entreprise ayant un grand nombre de créanciers individuels non coordonnés, que ce soit des créanciers fournisseurs ou des créanciers à la suite d'un dommage délictuel très significatif, a probablement peu intérêt à se lancer dans une négociation amiable ;

2°) introduire de plus en plus d'exemptions à la règle de l'arrêt des poursuites, en encourageant dernièrement, par exemple, les sûretés-propriété comme la fiducie, entraînant un transfert de la propriété hors du patrimoine du débiteur des actifs, afin d'échapper à la règle de l'arrêt des poursuites ;

3°) introduire de plus en plus d'exemptions à la règle du caractère collectif de la procédure collective, supposée attraire l'ensemble des créanciers de la société, via l'introduction de la procédure de sauvegarde accélérée et la procédure de sauvegarde financière accélérée, qui conduisent à violer le consentement des créanciers sans que des garde-fous suffisants aient été établis ;

4°) introduire des garde-fous permettant de rétablir un alignement d'intérêts entre, d'une part, la collectivité des créanciers et, d'autre part, la société débitrice, compte tenu du pouvoir de nuisance conféré injustement à certains créanciers dissidents par l'effet des règles en matière d'approbation du plan de redressement, par exemple, la remise en cause dernièrement du principe : « un euro, une voix » dans des comités de créanciers ;

5°) introduire un dispositif supposé réduire le pouvoir de nuisance des actionnaires,

[281] La loi de 1985 n'ayant pas produit les fruits espérés et les atteintes qu'elle portait aux droits des créanciers se révélant injustifiées au regard des résultats obtenus, la loi n°94-475 du 10 juin 1994 a entrepris de corriger les excès de la réforme en restaurant, dans une certaine mesure, les droits des créanciers. Depuis lors, les réformes se sont succédé pour multiplier les rééquilibrages et faire en sorte de trouver les dispositifs adaptés pour réorganiser l'entreprise sans pour autant porter des atteintes trop graves aux droits des créanciers : loi de sauvegarde n°2005-843 du 26 juillet 2005, ordonnance n°2008-1345 du 18 décembre 2008, loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010, ordonnance n°2014-326 du 12 mars 2014, loi n°2014-990 du 6 août 2015.

détenteurs, en toutes circonstances, du droit d'approuver les opérations de recapitalisation, et ce, en violation de l'ordre de priorité ; c'est par exemple la possibilité offerte par la loi de 2015 d'évincer les actionnaires au nom de la préservation de l'emploi ; cette mesure fut malheureusement inefficace faute pour la loi d'être assise sur un objectif de maximisation de la valeur d'usage des actifs ; la poursuite de cet objectif aurait conduit le législateur à reconnaître que l'éviction des actionnaires doit être permise à partir du moment où la société est insolvable, en amont de la cessation des paiements ;

6°) prendre des mesures conduisant à rétablir, malheureusement, que partiellement, l'objectif de maximisation la valeur d'usage des actifs, en autorisant les plans de cessions, dans le cadre d'un « processus de pre-pack cession » et ce, même lorsque la société n'est pas en cessation des paiements, sans pour autant, obliger les parties à céder le débiteur au meilleur offrant (mais en imposant quand même un processus concurrentiel) ;

158. – Il est probable qu'au cours des mois, voire des années, à venir, apparaitront de graves effets pervers provoqués par l'instauration de ces mesures de rustine, en particulier, suite à l'introduction de la fiducie-sûreté sur actions, qui permettra aux créanciers d'échapper de plus en plus à la procédure collective. Les contentieux devraient ainsi se multiplier, chaque fois que le droit ne permet pas une répartition prévisible et juste des risques pour l'investisseur. **Cette fuite en avant du législateur depuis 1994 doit être le signal d'alerte d'un droit français beaucoup trop imperméable aux enseignements de la théorie économique** (« **Law & Economics** ») **et de l'économie comportementale (*Behavioral Economics*)**. Il est important que le législateur français acte, à présent, l'échec de cette stratégie de fuite en avant, compte tenu des défis à venir.

159. – **Une grande difficulté à apprécier l'entendue des bénéfices d'une réforme significative compte tenu des défis à venir**. Si la difficulté à établir un diagnostic commun du coût du droit des entreprises en difficulté pour notre économie ne doit pas être sous-estimée, la difficulté à s'entendre sur l'ensemble des bénéfices d'une réforme significative du droit est également importante. À cet égard, la Commission européenne a fait valoir dernièrement la nécessité de réformer de manière significative le droit des entreprises en difficulté pour deux raisons essentiellement :

1°) le traitement des créances douteuses dans le bilan des banques (*non performing loans*) ; ce problème est particulièrement saillant notamment en Italie, Grèce, Portugal et Espagne. Les établissements bancaires doivent pouvoir se débarrasser de leurs créances douteuses plus rapidement, dans la perspective de financer de nouveaux projets d'investissement, porteurs de croissance. L'analyse en détail de cet enjeu dépasse ici le cadre de notre analyse ;

2°) le développement en Europe des marchés obligataires. Dans son livre vert paru en février 2015, la Commission européenne a rappelé l'importance d'une Union des marchés des capitaux destinée à rendre ces marchés à la fois, plus accessibles, en particulier pour les PME/ETI, et plus efficaces, de sorte qu'ils puissent satisfaire à l'impératif de diversification des sources de financement des entreprises [282]. L'intermédiation bancaire et le marché obligataire sont, en effets, deux outils complémentaires. Les économistes s'accordent pour dire qu'aucun des deux n'est une panacée et il ne faut pas attendre d'effet mécanique de la substitution des marchés

[282] Disponible sur son site : http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52015DC0063

obligataires à l'intermédiation bancaire. Cependant, ensemble et, en concurrence, ils permettent de diversifier l'offre de crédit et la rendre plus compétitive. L'existence d'un marché obligataire robuste, fonctionnant en parallèle du système bancaire est par ailleurs un indicateur d'un système financier bien développé [283]. Plus spécifiquement, un marché des obligations spéculatives (*high yield)* bien développé fournit une offre de financement au profit des émetteurs classés valeur spéculative pour qui le marché bancaire est fermé[284].

160. – **Nous avons identifié également de notre côté d'autres enjeux, compte tenu des défis qui s'annoncent, notamment :**

1°) **la prochaine crise obligataire provoquée par les excès, durant la période de restriction à l'accès au marché bancaire, du marché de la dette ouvert aux émetteurs classés valeur spéculative (marché *high yield*) ;** le marché obligataire s'est développé en Europe d'une manière sans précédent depuis l'éclatement de la dernière bulle financière, suite à la fermeture du marché bancaire ; la reprise de ce dernier n'a pas empêché les marchés obligataires de prendre durablement leur essor, d'autant plus que l'accroissement des contraintes prudentielles sur les établissements bancaires les ont poussés à abandonner certains secteurs du marché du financement de l'économie, en particulier celui du financement des entreprises fragiles ; enfin ces excès du marché obligataire ont été facilités par la politique monétaire particulièrement accommodante de la Banque centrale européenne devant *a priori* prendre fin bientôt ; à noter que dans son contexte, la documentation financière contient peu voire pas de covenants financiers, ce qui rendra encore plus compliqué l'anticipation des difficultés en amont d'un défaut,

2°) **le changement d'environnement auquel font dorénavant face de plus en plus de grandes entreprises au bilan complexe, en raison de la révolution numérique en cours** (ex. Solocal Group mais aussi Gascogne et Sequana dans l'industrie du papier) ainsi que de la transition énergétique (ex. Areva, CGG, Vallourec) ; les entreprises de taille importante ne sont ainsi plus désormais protégées par leur taille, quel que soit leur secteur d'activité ; jusqu'à présent, les restructurations de grandes entreprises en France concernaient principalement des entreprises :1) trop sous-capitalisées au moment de leur indépendance vis-à-vis de l'État (ex. Alstom, Alcatel, avec le cas particulier d'Eurotunnel) ou 2) qui connurent des difficultés à s'adapter, après la libéralisation progressive de leur secteur d'activité (ex. France Telecom, bientôt la SNCF, EDF et à nouveau Air France) ou 3) qui avaient une activité soumise à la forte concurrence asiatique (ex. Thomson / Technicolor et encore Alcatel) : désormais, toutes les grandes entreprises doivent se sentir concernées par l'inefficacité du droit des entreprises en difficultés, compte tenu de la révolution numérique en cours,

3°) **l'accélération du rythme des destructions de valeur provoquées par les défaillances d'entreprises, compte tenu de la dématérialisation de l'économie** ; cette situation est de nature à rapprocher les méthodes de traitement des défaillances

[283] R. Herring, N. Chatusripitak: « *The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development* », 2000, Asian Development Bank Institute working paper, no 11 ; W. De Bondt, « *Portrait Psychologique de l'Investisseur Individuel en Europe* », 2002, *Revue d'Economie Financière*.
[284] F. Allen, D. Gale, « *Financial Contagion* », 2000, *The Journal of Political Economy*, Volume 109, Issue 1, 1-33 ; M. Davis, « *Infectious defaults* », 2001, *Quantitative Finance*, Vol: 1, Pages: 382-387, ISSN: 1469-7688

des grandes entreprises avec celles appliquées au traitement des défaillances bancaires ; à cet égard, on notera que l'évolution de la finance au début du XXIème siècle a provoqué un accroissement de la complexité du bilan de toutes les entreprises confondues (et pas seulement des établissements financiers) faisant de plus en plus appel aux marchés financiers et, en ayant recours à des instruments de dette complexe ; désormais, l'évolution de l'économie a définitivement rapproché les entreprises non financières de plus en plus grandes, des établissements financiers, ces évolutions devraient être de nature à inciter les pouvoirs publics à rapprocher le régime de traitement des difficultés des sociétés non financières avec le régime applicable aux établissements financiers ; à cet égard, l'introduction d'une procédure de *bail-in* dans notre droit des faillites bancaires, permettant à l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution de forcer, d'autorité, la conversion massive des créances d'une banque en actions, en l'espace d'un week-end, en fonction de l'ordre de priorité et de la valorisation retenue des actifs des établissements bancaires, doit être compris comme un signe précurseur des évolutions à attendre dans le traitement de la défaillance des entreprises non financières.

4°) **la dégradation des finances publiques** qui conduira l'État à devoir à l'avenir accepter d'endosser moins souvent le rôle d'actionnaire en dernier ressort, à tout le moins, auprès des entreprises privées et, on espère à terme, auprès des entreprises publiques.

161. – **Emprunter le chemin de la réforme ouvert par la Commission européenne**. Pour toutes ces raisons, le législateur français n'a pas d'autre choix que d'adapter notre cadre juridique et peut tirer profiter, à cet égard, des initiatives lancées par la Commission européenne. Dans sa proposition de directive du 22 novembre 2016, la Commission européenne a clairement montré le chemin pour d'améliorer le traitement des dettes des grandes entreprises. Cette proposition n'est, certes pas, dépourvue de critiques[285], nous considérons toutefois que **la France serait le premier pays à tirer profit de l'introduction dans son droit, des propositions de la Commission européenne pour les raisons suivantes** :

1°) **l'absence totale de répartition des risques prévisible, transparente et juste est une singularité du droit français**,

2°) **la taille de son économie et la profondeur de ses marchés financiers**, dans la mesure où nous considérons que la proposition de la Commission européenne s'adresse en premier lieu aux pays de l'Europe de l'Ouest pourvus d'institutions judiciaires solides et, dans lesquels les tribunaux, avocats, intermédiaires bancaires et financiers sont dotés d'une expertise suffisante pour pouvoir traiter des questions complexes, comme celles de la valorisation d'entreprises,

3°) **du nombre d'entreprises significatives en France compte tenu de notre histoire et en particulier la construction de notre État de culture colbertiste**, les entreprises significatives devraient être les premiers bénéficiaires de l'introduction des propositions de la Commission européenne, même si ce n'était probablement pas l'objectif recherché.

162. – **Pour toutes ces raisons, nous prônons les recommandations suivantes :**

[285] H. Eindemüeller, « *Contracting for a European Insolvency Regime* », *op. cit.*

Recommandation n°1

Rendre la répartition des risques prévisible, transparente et juste lorsque la société entre en procédure collective, en s'appuyant pour cela sur les propositions de directive de la Commission européenne du 22 novembre 2016, en particulier :
- le respect de l'ordre de priorité des paiements (*absolute priority rule*) ;
- le principe du consensualisme, conduisant à interdire l'adoption d'un plan de redressement de l'entreprise en procédure collective sans l'accord d'au moins une classe de créanciers ;
- le principe du « traitement au moins équivalent » (*no worse off principle* ou *best interest creditor test*), garantissant aux créanciers en cas de redressement de la société en procédure collective qu'ils ne peuvent pas être moins bien traités qu'en cas de liquidation et de réalisation de l'ensemble de ses actifs séparément (*liquidation value*) ;
- le principe d'un traitement juste et équitable des investisseurs, garantissant qu'à situation similaire, les investisseurs sont traités de manière identique et, qu'à situation différente, ils sont traités de manière différente ;
- la possibilité d'évincer les actionnaires et les classes de créanciers *juniors* s'ils n'ont droit à rien en cas de cession de l'entreprise à un prix égal à sa valeur d'entreprise en redressement (*on going concern value*).

163. – Afin de favoriser les restructurations hors procédure collective, il convient de laisser la possibilité aux obligataires de renoncer à la règle de l'unanimité, lorsque l'emprunt n'est ouvert qu'aux investisseurs institutionnels, et ce, afin d'encourager les rachats de dette en échange de l'émission d'actions.

Recommandation n°2 :

Autoriser les aménagements contractuels aux règles de la masse des obligataires dans les emprunts réservés aux investisseurs institutionnels, et ce, afin d'autoriser, hors procédure collective, la conversion de la dette obligataire en actions sur décision de la majorité des 2/3 des obligataires d'une seule et même série d'obligations. Cette autorisation devra concerner les obligations simple, comme les obligations donnant accès au capital. L'ordonnance du 10 mai 2017 devrait donc être modifiée. Il conviendra toutefois d'instaurer des garde-fous pour traiter le risque de conflits d'intérêts.

164. – Nous avons ainsi souhaité concentrer notre propos sur l'importance du droit des entreprises en difficulté et d'une réforme en profondeur. Il ne faut toutefois pas minimiser l'importance des autres branches du droit permettant de favoriser le règlement des crises de dette obligataire. La gouvernance d'entreprise des sociétés en difficulté doit être en particulier renforcée. Ce renforcement passe par l'introduction d'un certain nombre de mesures en droit des sociétés et en droit boursier.

Recommandation n°3 :

Encourager les tribunaux à reconnaître que, dans le prolongement de l'intérêt social, les dirigeants sont redevables d'un devoir général de loyauté vis-à-vis des actionnaires ainsi que, lorsque la société est proche du seuil d'insolvabilité, vis-à-vis des créanciers.

165. – En droit boursier, trois mesures devraient néanmoins pouvoir être proposées à court terme afin d'améliorer l'efficacité de nos marchés financiers et en particulier, les règles de transparence. Ces mesures simples devraient contraindre les entreprises à mieux communiquer sur l'étendue de leurs difficultés et les contours des plans d'affaires à l'appui desquels elles lancent des recapitalisations de la dernière chance.

Recommandation n°4 :

Renforcer les obligations d'information à la charge des émetteurs d'actions nouvelles classés valeur spéculative, et notamment les obliger à divulguer des informations prévisionnelles permettant de faire comprendre aux marchés les postulats pris par les dirigeants pour justifier du rebond à terme de l'entreprise.

Recommandation n°5 :

Exiger des émetteurs classés comme valeur spéculative, qui émettent des actions nouvelles à destination de leurs actionnaires minoritaires d'obtenir la confirmation d'un expert indépendant de la solvabilité de l'émetteur. Cette opinion devra conduire à un véritable exercice de valorisation financière allant au-delà des préconisations de l'AMF en matière d'expertise indépendante.

166. – Une mesure plus technique, peut être prise afin d'encourager la réalisation de PIPEs, permettant de réduire le risque de voir des actionnaires minoritaires de prendre des risques dont ils ne mesurent pas la portée.

Recommandation n°6 :

Encourager une modification de la doctrine AMF en matière d'égalité de traitement des actionnaires, afin d'encourager les investissements privés dans des sociétés cotées ou *Private Investements in Public Equity* (PIPEs) au niveau des entreprises en difficulté.

167. – **La recherche française dans ces domaines reste trop embryonnaire.** Des réponses devront être apportées rapidement afin d'améliorer, notamment :

1°) les autres règles de la gouvernance d'entreprise, insuffisantes dans la perspective d'élever le niveau de protection accordé aux actionnaires minoritaires,

2°) les règles en matière d'aide d'États, afin de mieux encadrer les conditions dans lesquelles États-Membres pourraient porter dorénavant assistance aux entreprises défaillantes, de manière à forcer ceux-ci à davantage réduire le coût de leurs interventions pour les finances publiques. Il sera utile de préciser que, dorénavant, les États doivent forcer, autant que nécessaire, au regard des difficultés de l'entreprise, les investisseurs à absorber les pertes de l'entreprise, préalablement à toute assistance financière publique (et pas seulement contraindre les actionnaires et les créanciers subordonnés).

168. – **Souhaitons vivement une évolution des conditions de la recherche en France dans les années à venir pour permettre que ces objectifs soient atteints**.

2 juin 2017
S.V.

ANNEXE 1 – TABLEAU DES 30 PLUS IMPORTANTES AUGMENTATIONS DE CAPITAL AVEC MAINTIEN DU DPS

Société	Secteur / Raison des difficultés	Prix	Décote	Dilution (1%)	Règlement-livraison	Participation Etat	Concessions des créanciers / Utilisation du produit / Commentaires
Augmentations de la dernière chance							
Faurécia	automobile / crise	7,00 €	34,00%	0,27%	26-mai-09		non (dette obligataire et bancaire) / respect ratios financiers / soutien de PSA Citroën Peugeot
Imerys	minerais / crise	20,00 €	33,00%	0,83%	02-juin-09		non (dette obligataire et bancaire)
Club Méditerrannée	loisir / crise	7,90 €	39,10%	0,61%	08-juin-09		non (dette obligataire et bancaire) / financement du BFR) / respect des covenants
Mersen (ex Carbonne Lorraine)	composants élec / crise	17,00 €	34,20%	0,80%	26-mai-10	X (actionnaire existant)	non (remboursement du passif avec le produit de l'émission)
Futuren (1) (ex Théolia)	énergie nouvelle / dérégulation	2,00 €	55,80%	0,47%	20-juil-10		oui (dette obligataire)
Groupe Partouche (1)	casino / numérique	40,00 €	11,00%	0,46%	13-août-10		oui (conversion de la dette de la société mère)
Michelin	automobile / crise	45,00 €	31,00%	0,85%	25-oct-10		non (dette obligataire et bancaire) / amélioration de la notation
Groupe Partouche (2)	casino / numérique	40,00 €	21,20%	0,85%	09-mai-11		oui (conversion de la créance de la société mère)
Soitec (1)	micro-élec / crise	90,00 €	41,00%	0,60%	25-juil-11	X (actionnaire en dernier ressort)	non (entrée d'un fonds de retournement)
PSA Peugeot Citroën (1)	automobile / crise	8,27 €	42,09%	0,66%	29-mars-12	X (garant de PSA Finance)	non (entrée au capital de General Motors)
Sequana (1)	papier / numérique	1,50 €	50,30%	0,33%	09-juil-12	X (actionnaire en dernier ressort)	non (dette bancaire) / remboursement passif avec le produit de l'émission
Technicolor (2)	électro / structurel	1,56 €	19,30%	0,67%	16-juil-12		non (entrée d'un investisseur au capital)
Soitec (2)	énergie nouvelle / régulation	29,00 €	37,50%	0,71%	23-juil-13	X (actionnaire existant)	non (remboursement du passif avec le produit de l'émission)
Alcatel-Lucent	telecom / dérégulation	2,10 €	29,30%	0,84%	09-déc-13		non (dette bancaire et obligataire)
PSA Peugeot Citroën (2)	automobile / crise	6,77 €	42,90%	0,45%	23-mai-14	X (actionnaire en dernier ressort)	non (dette obligataire et bancaire) / Entrée de l'Etat
Solocal (1)	annuaire / numérique	16,00 €	69,70%	0,24%	06-juin-14		non (remboursement passif avec le produit de l'émission)
Soitec (3)	micro-élec / crise	32,00 €	46,10%	0,77%	22-juil-14	X (actionnaire existant)	non (remboursement du passif avec le produit de l'émission)
Sequana (2)	papier / numérique	2,55 €	50,00%	0,50%	29-juil-14	X (actionnaire existant)	oui (dette bancaire convertie en ORAN, abandon de créance)
Futuren (2) (ex Théolia)	énergie / dérégulation	0,50 €	21,00%	0,35%	09-déc-14		oui (convertion des OCEANE)
Monte-Carlo SA des bains	loisir / crise	34,50 €	17,62%	0,74%	24-mars-15		non (soutien de la Principauté Monegaste)
OL Groupe	loisir / structurel	1,60 €	66,24%	0,29%	29-juin-15		non (dette obligataire et bancaire) / arrivée d'un nouvel investisseur
CGG	énergie / crise	21,12 €	71,55%	0,25%	05-févr-16	X (actionnaire existant)	non (dette obligataire et bancaire)
Valllourec	acier / crise	2,21 €	62,60%	0,31%	03-mai-16	X (actionnaire existant)	non (dette obligataire et bancaire)
Soitec (4)	micro-élec	6,40 €	52,90%	0,61%	08-juin-16	X (actionnaire existant)	oui (remboursement du passif avec le produit de l'émission)
EDF	énergie / structurel / crise	6,35 €	34,50%	0,77%	30-juin-17	X (actionnaire existant)	non (dette bancaire et obligataire)
Restructuration en profondeur du bilan entraînant la dilussion massive des droits des actionnaires							
Technicolor (1)	électro / structurel	6,60 €	26,77%	0,16%	18-oct-09		oui (convertion dette bancaire et obligataire) sans nouvel actionnaire de contrôle
Gascogne	papier / numérique	2,50 €	43,30%	0,10%	16-juil-14	X (actionnaire en dernier ressort)	oui (conversion de la dette bancaire en actions et ORAN) - Fonds de retournement
Eurodisney SCA	loisir / structurel + crise	1,00 €	71,00%	0,05%	20-févr-15		oui (conversion de la créance de la société mère) / sans nouvel actionnaire de contrôle
Latécoère	aviation / structurel	3,00 €	11,90%	0,13%	17-sept-15		oui (dette bancaire) - nouvel actionnaire de contrôle
Solocal (2)	annuaire / numérique	1,00 €	61,00%	0,15%	13-mai-17		oui (conversion de la dette bancaire (historique + prêt inter-co) sans actionnaire de contrôle

Prix : Prix de souscription ajusté le cas échéant pour tenir compte des regroupements d'actions

Décote : Décote faciale par rapport au cours facial de bourse n

Dilution : Incidence pour les actionnaires existants sur la base de 1% du capital avant émission

Concessions : concessions sous sous forme d'abandon de créance, soit de conversion de la dette

Société	Statut	Cours	Variation	CAC 40	Commentaires
Augmentations de la dernière chance					
Faurécia	Normal	45,405	548,64%	62,82%	Société contrôlée par PSA Peugeot Citroën
Imerys	Normal	77,17	285,85%	57,62%	
Club Méditerrannée	Normal	25,58	223,80%	61,85%	
Mersen (ex Carbonne Lorraine)	Normal	25,95	52,65%	36,79%	
Futuren (1) (ex Théolia)	Rachat le 3-août-16	1,15	-42,50%	53,53%	
Groupe Partouche (1)	Normal	37,01	-7,48%	47,45%	
Michelin	Normal	118,8	164,00%	42,19%	
Groupe Partouche (2)	Normal	37,01	-7,48%	32,87%	Incidence en tenant compte de la réservé
Soitec (1)	Normal	46,1	-48,78%	39,64%	
PSA Peugeot Citroën (1)	Normal	18,55	124,30%	57,47%	
Sequana (1)	Normal	1,55	3,33%	68,66%	
Technicolor (2)	Normal	4,6	194,87%	67,44%	Incidence en tenant compte de la réserve
Soitec (2)	Normal	46,1	58,97%	35,72%	
Alcatel-Lucent	Rachat le 2-nov-16	3,5	66,67%	28,79%	
PSA Peugeot Citroën (2)	Normal	18,55	174,00%	18,50%	Parallèlement aux augmentations de capital réservée à 7,5 euros
Solocal (1)	Normal	1,155	-92,78%	16,22%	
Soitec (3)	Normal	46,1	44,06%	21,85%	
Sequana (2)	Normal	1,55	-39,22%	21,96%	
Futuren (2) (ex Théolia)	Rachat le 3-août-16	1,15	130,00%	24,87%	
Monte-Carlo SA des bains	Normal	32,49	-5,83%	4,64%	Société détenue majoritairement par la principauté de Monaco
OL Groupe	Normal	2,78	73,75%	9,33%	Chevalier blanc est entré au capital postérieurement pas représentatif
CGG	Normal	5	-76,33%	26,75%	Incidence en tenant compte des réservés
Valllourec	Normal	5,937	168,64%	21,78%	
Soitec (4)	Normal	46,1	620,31%	19,68%	Fort retournement après sous performance
EDF	Normal		-100,00%		
Restructuration en profondeur du bilan = changement de contrôle					
Technicolor (1)	Normal	4,6	-30,30%	56,21%	Avec changement de contrôle mais sans changement de gouvernance
Gascogne	Normal	4,08	63,20%	21,87%	Avec changement de contrôlet et de gouvernance
Eurodisney SCA	Rachat en cours	2	100,00%	10,22%	Sans changement de gouvernance (mais rachat par maison mère)
Latécoère	Normal	3,82	27,33%	14,38%	Avec changement de contrôle et de gouvernance
Solocal (2)	Normal	1,155	15,50%	-1,72%	Avec changement de contrôle mais sans changement de gouvernance

Concessions : concessions faites par les créanciers, sous sous forme d'abandon de créance, soit de conversion de la dette

Cours : Cours de référence : cours de clôture au 19 mai 2017 si statut normal ou avant si rachat entretemps

Variation : Evolution du cours de bourse des actions émises depuis le règlement livraison

CAC 40 : Evolution du CAC 40 depuis le jour du règlement livraison