

LA SEMAINE JURIDIQUE

ENTREPRISE ET AFFAIRES

4 OCTOBRE 2012, HEBDOMADAIRE, N° 40 ISSN 1290-5119

1582

Le «feuilleton Technicolor» : et si rien n'était vraiment réglé ?

Étude par Sophie Vermeille et Tom François



590 Distribution - 3 questions : La notion de « Critères définis » dans la distribution sélective automobile (CJUE, 14 juin 2012, C-158/11), P. Wilhelm

1583 Société - Pas de représentation d'une société civile par le tuteur du gérant, Cass. 1^{re} civ., 12 juill. 2012, note H. Hovasse

1585 Concurrence - Inapplication d'une clause de médiation préalable à l'occasion de la rupture d'une relation commerciale établie, Cass. com., 12 juin 2012, note D. de Lammerville et L. Wynaendts

1586 Contrats commerciaux - Le principe des restitutions réciproques consacré par la première chambre civile, Cass. 1^{re} civ., 12 juill. 2012, note C. Rouquette-Terouanne

1590 Bail commercial - Dérogation à un dispositif d'ordre public du statut des baux commerciaux, CA Colmar, 4 juill. 2012, note F. Dannenberger

1598 Protection sociale - Droit de la protection sociale (1^{re} partie), Chronique Centre de droit social (EA 901), Aix-Marseille Université

ÉTUDE SOCIÉTÉS ET PROCÉDURES COLLECTIVES

PROCÉDURES COLLECTIVES

La récente opération de réduction de la dette de la société Technicolor par affectation du produit de deux augmentations de capital (l'une réservée à un investisseur institutionnel, l'autre avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires), deux ans seulement après la clôture de la procédure de sauvegarde, interpelle sur la pertinence des règles de notre droit des entreprises en difficulté. Ce dossier emblématique témoigne de la difficulté qu'éprouvent les entreprises françaises à se réorganiser dans le cadre d'un processus sécurisé, suffisamment en amont des difficultés et de manière utile pour la pérennité de leurs activités.

1582

Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?



Étude rédigée par Sophie Vermeille et Tom François



Sophie Vermeille¹ est Chercheur, Laboratoire d'économie du droit, université Panthéon-Assas (Paris 2) PRES Sorbonne Universités, directrice de l'Institut Droit & Croissance / Rules for Growth² ; Tom François est consultant en restructuration, titulaire d'un Master de Droit des affaires à Paris X et diplômé de l'ESCP Europe. Il est membre de Droit & Croissance

¹ - La restructuration du groupe Technicolor, spécialisé dans la conception et la fabrication de systèmes de vidéo et d'image numérique destinés aux professionnels des médias, a, depuis la procédure de sauvegarde ouverte fin 2009, fait couler beaucoup

¹ Les vues exprimées dans le présent article sont exclusivement celles de leurs auteurs. Ceux-ci certifient qu'aucune des relations qu'ils entretiennent, ou ont entretenu, de manière directe ou indirecte, avec des organismes financiers ou avec le Groupe Technicolor en particulier, n'est susceptible d'influencer d'une manière ou d'une autre le contenu des vues exprimées ici présent. Remerciements à Régis Bourgueil, Karima El Sammaa, Louis Gregoire Sainte-Marie et Olivier Jouffroy, membres de Droit & Croissance, pour leur précieuse contribution à la rédaction et à tous ceux qui ont contribué au complément et à cet article par leur relecture et leur validation scientifique sur une version antérieure, en particulier : Hélène Bourbouloux, Bruno Deffains, Juliette Loget, Arnaud Pérès, Françoise Pérochon, Stephen Portsmouth, Daniel Tricot, et Jean-Luc Vallens.

² Droit & Croissance est un *think tank* apolitique porteur d'un projet ambitieux, faire du Droit un vrai moteur de croissance au service du plus grand défi actuel : le financement de l'économie. Droit & Croissance veut permettre aux entreprises de s'adapter plus facilement aux cycles brutaux de croissance et de décroissance et favoriser le financement des entreprises grâce aux nouvelles offres de financements venant en complément des

d'encre³. Comme la restructuration du groupe franco-britannique Eurotunnel, les parties prenantes ont dû composer avec de nombreux facteurs susceptibles d'entraver la réalisation d'une opération de restructuration : une double cotation de la société à la fois à Paris et à New York, des instruments financiers hybrides cotés, une procédure de déclaration de créances obsolète dans un contexte de liquidité croissante du marché secondaire de la dette. Le groupe Technicolor s'est également trouvé confronté aux lourdes obligations de transparence s'imposant à toute société cotée⁴, à des conditions de marché particulièrement difficiles après la crise du système mondial de l'automne 2008 ainsi qu'à une gestion de l'information selon la nature de la dette détenue (publique ou privée) requérant des moyens importants.

2 - Annoncée en janvier 2009, la restructuration s'est conclue par une opération de marché fin mai 2010 donnant lieu à l'émission d'instruments financiers particulièrement complexes⁵. À première vue, la durée exceptionnellement courte de la procédure de sauvegarde (deux mois et demi, de décembre 2009 à mi-février 2010) a pu être perçue comme un succès. Depuis l'issue de ce court épisode judiciaire, la société a pourtant continué à supporter des coûts de détresse financière importants et a dû faire voter, en juin dernier, deux nouvelles opérations de haut de bilan visant à réduire l'endettement du groupe et à stabiliser l'actionariat dispersé suite à la procédure de sauvegarde⁶. Le cours de l'action de la société Technicolor a été divisé par trois en deux ans et demi...

3 - Le « feuilleton » Technicolor renvoie aux défauts du droit français des entreprises en difficultés, identifiés en regard de l'objectif d'un désendettement suffisant des entreprises⁷.

financements bancaires ou publics classiques. En s'appuyant sur les enseignements de la théorie économique au service d'une analyse coût bénéfice de la règle du droit, l'innovation de Droit & Croissance réside dans la création d'une chaîne de valeurs entre les chercheurs en droit et en économie, les acteurs économiques du monde juridique et de la finance ainsi que les législateurs, régulateurs et magistrats.

Droit & Croissance a besoin de soutiens financiers et scientifiques afin de pouvoir rester indépendant. Site web : www.droitcroissance.fr.

3 V. A. Pérès, J. Loget, *Technicolor : Une restructuration riche d'enseignements* : Bull. Joly Sociétés, janv. 2011, n° 1, p. 64 ; A. Mason, G. Burgala, *Aspects de droit boursier des restructurations* : CDE 2011, dossier 22 ; P.-M. Le Corre, *Porteurs de titres super subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités* : D. 2010, p. 839 ; N. Borgia, *Titres super-subordonnés et plan de sauvegarde* : Bull. Joly Sociétés 2010, p. 604 ; B. Grelon : Rev. sociétés 2010, p. 244, n° 37 s. ; J.-J. Fraimout, *Contestation de*

la décision de l'assemblée d'obligataires par les porteurs de titres super subordonnés (TSS) dans l'affaire « Thomson » (« Technicolor ») : Rev. proc. coll. 2011, comm. 41 ; B. Grelon, *Technicolor : fin du film* : Rev. sociétés 2012, p. 450.

4 Contrairement à d'autres pays comme les États-Unis, il n'existe en droit français aucune dérogation aux obligations de transparence au titre du Code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF lorsqu'une société est placée en procédure collective.

5 Technicolor a émis plusieurs catégories d'instruments financiers donnant accès directement ou à terme au capital social de la société. On soulignera l'émission pour la première fois de *Disposal Proceeds Notes* (DPN) afin d'intégrer par anticipation le produit escompté de cessions par le groupe d'activités jugées non stratégiques dans les discussions sur l'adéquation de la dette avec les perspectives de trésorerie du groupe, V. A. Pérès, J. Loget, *Les DPN émis par Technicolor : un outil sur mesure au*

service du recentrage de ses activités : Bull. Joly Bourse janv. 2011, n° 1, p. 64.

6 D'abord une augmentation de capital réservée sous forme (*Private Investment in Public Equity*, « PIPE »), suivie d'une augmentation de capital ouverte aux actionnaires. V. Notes d'opération du 13 juin 2012 (visa n° 12-0261), du 27 juin 2012 (visa n° 12-0388), du 12 juillet 2012 (visa n° 12-0335), et les actualisations du document de référence de Technicolor du 11 juin 2012 (D.12-0224-A01) et du 11 juillet 2012 (D.12-0224-A02).

7 V. A. Pietrancosta et S. Vermeille, *Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir ?* : RTDF 2010, n° 1, p. 20 ; S. Vermeille, *Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... Ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance* : RTDF 2012, n° 2, p. 28.

8 Le technicolor est une série de procédés de films en couleur, permettant de faire des films en couleur.

1. La restructuration de Technicolor dans le cadre de la procédure de sauvegarde

A. - Faits : des difficultés financières couplées à des difficultés opérationnelles

4 - Connue notamment pour ses téléviseurs à partir des années 1960, Thomson partage dans les années 1980 ses activités entre deux grands secteurs : l'électronique grand public et les équipements professionnels à vocation militaire. Cette dernière branche est rattachée à sa propre entité Thomson-CSF qui devient un groupe indépendant en 2000 qui prend le nom de Thales. L'autre branche, rebaptisée Thomson Multimédia en 1995, puis Technicolor en 2010, produit initialement du matériel électronique grand public mais les difficultés rencontrées nécessitent une réorientation stratégique du groupe. En 1999, l'État français décide de se séparer de Thomson Multimedia, dix-sept ans après sa nationalisation en 1982. En dépit d'une recapitalisation par l'État à hauteur de 1,6 milliard d'euros, la vente du groupe en grandes difficultés pour un euro symbolique au groupe Daewoo est envisagée. Suite à l'échec de cette vente, Thomson Multimedia est privatisé au moyen d'une introduction en bourse.

5 - Le changement de stratégie du groupe à cette époque se traduit par de nombreuses opérations de croissance externe, avec notamment l'acquisition au prix fort (1,43 milliard d'euros en numéraire et 761 millions d'euros en actions) de Technicolor en 2001, pionnière de la technologie technicolor⁸. Les synergies attendues sur un plan opérationnel ne se sont cependant jamais réalisées. Parallèlement, la cession d'activités historiques, notamment l'activité des tubes cathodiques pour les téléviseurs représentant à l'époque environ 12 % du chiffre d'affaires (soit 1 milliard d'euros), est réalisée au prix d'une forte baisse du chiffre d'affaires. Le groupe a entre-temps réalisé de lourdes pertes opérationnelles. Certaines de ses activités, nécessitant

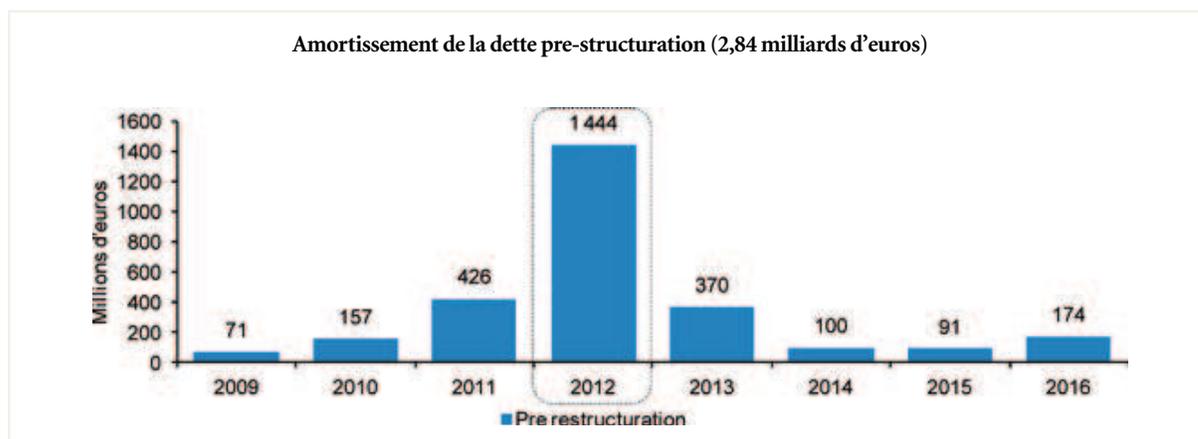
des investissements importants, ont de surcroît entraîné une forte consommation de trésorerie. Fin 2008, la société réalise un chiffre d'affaires de 4,8 milliards d'euros contre 8,46 milliards d'euros en 2003 et enregistre un résultat négatif de 1,9 milliard d'euros⁹.

6 - Entrée en fonction en 2008, la nouvelle direction adopte des mesures radicales pour redresser cette situation. Sa stratégie prévoit un recentrage des activités du groupe vers des solutions à destination de producteurs et distributeurs de contenus vidéo. Grâce à sa marque Technicolor, le groupe peut en effet tirer avantage dans ces domaines d'une position concurrentielle forte¹⁰. La nouvelle direction procède alors à la vente de la division Grass Valley (plus de 49 % du chiffre d'affaires du groupe en 2008). En raison d'un contexte de marché défavorable depuis le déclenchement de la crise des *subprime*, la société n'obtient de cette vente qu'un prix inférieur à ses prévisions.

7 - Dans ce contexte, le groupe s'attache à disposer d'une flexibilité financière satisfaisante afin de pouvoir supporter les coûts de transformation engendrés par le recentrage de l'activité. Parallè-

lement, le groupe doit également rassurer ses principaux clients sur le caractère pérenne de ses activités. Plusieurs de ses activités dépendent en effet de relations commerciales établies à long terme avec un nombre limité de clients. Sur le plan financier, la nouvelle direction réalise que les perspectives de flux de trésorerie du groupe sont insuffisantes pour faire face au service de sa dette pour les années 2011, 2012 et 2013. Les prévisions de trésorerie en 2011 sont en effet inférieures au seuil de 250 millions d'euros, considéré comme critique, en raison du caractère saisonnier de l'activité du groupe. La direction augure, qu'à compter de 2012, le groupe ne sera probablement pas en mesure d'honorer les échéances de remboursement de la dette en raison d'une insuffisance de liquidité d'environ 1,3 milliard d'euros. Sans connaître à proprement parler de crise de liquidité spécifique – qui aurait rendu obligatoire l'ouverture immédiate d'une procédure collective – la direction prend acte que Technicolor apparaît alors insolvable¹¹.

8 - Il est possible de schématiser l'évolution de la situation financière de la société de la manière suivante :



Source : Lettre aux actionnaires du Conseil d'administration de Technicolor en vue de l'Assemblée générale du 27 janvier 2010

9 - Le 28 janvier et le 9 mars 2009, Technicolor annonce, une fois les comptes consolidés 2008 publiés, qu'elle ne respecte pas un certain nombre des clauses conventionnelles (*covenants*) contenues dans les accords financiers au titre desquels elle avait emprunté la quasi-totalité de sa dette *senior*¹². Ces cas de défaut technique sont susceptibles d'entraîner la déchéance du terme de l'ensemble de

sa dette (2,84 milliards d'euros). Rappelons que bien que les *covenants* déclenchent pour les créanciers la faculté de notifier au débiteur l'exigibilité anticipée de la dette – ce qui obligerait la société débitrice à demander l'ouverture immédiate d'une procédure collective, procédure coûteuse et incertaine à la fois pour la société et ses créanciers – ces derniers servent de moyen de prévention

9 Groupe Technicolor, *Rapp. annuel pour les années 2007 à 2011*.

10 Étude Xerfi *Entreprise*, Thomson, sept. 2009.

11 Il est important de distinguer les concepts de « solvabilité », « liquidité » et « profitabilité ». Une société est dite « insolvable » à partir du moment où il est convenu que ses perspectives de trésorerie disponibles futures ne lui permettront pas de régler toutes les échéances

de sa dette. Une société est viable sur le plan opérationnel, et donc profitable, à partir du moment où la valeur de l'entreprise de la société déterminée sur la base de l'ensemble de ses actifs et de son capital humain est supérieure à la somme de la valeur de ses actifs pris individuellement. Autrement dit, une société est viable si ses perspectives de trésorerie disponibles futures sont supérieures au produit qu'on pourrait attendre de la cession de ses ac-

tifs vendus séparément. Une société insolvable peut être viable. Une société connaît une crise de liquidité lorsqu'elle ne peut plus s'acquitter du paiement de ses dettes exigibles.

12 La dette est dite *senior* en raison du fait que les créanciers doivent être payés en priorité par rapport aux porteurs de titres *super subordonnés* (TSS) et aux actionnaires. Légalement parlant, il s'agit bien d'une créance chirographaire.

Le « feuilleton » Technicolor renvoie aux défauts du droit français des entreprises en difficultés

du risque de défaut du débiteur. L'intérêt des *covenants* bancaires est de conférer aux créanciers un moyen de pression afin notamment de provoquer une discussion avec le débiteur sur l'adéquation entre sa valeur d'entreprise et sa dette – et ce, le plus en amont possible des échéances de paiement¹³. À cette occasion, le débiteur échange avec les créanciers les informations utiles à l'ajustement de la structure de la dette du groupe aux perspectives de trésorerie de celui-ci, au regard des conditions économiques, sectorielles et commerciales, actuelles et futures.

10 - La nouvelle direction initie donc naturellement dès 2009 des contacts avec les établissements bancaires prêteurs concernés pouvant demander la déchéance du terme de la dette *senior*. Les négociations aboutissent, le 24 juillet 2009, à la signature par une partie seulement des créanciers *senior* d'un accord sur la restructuration de la dette de Technicolor. Cet accord prévoit une réduction de la dette à hauteur de 45 %, réalisée par conversion de dette en instruments financiers donnant accès, directement ou à terme, au capital de la société. Le soutien à l'unanimité des créanciers *senior* est nécessaire à la mise en œuvre de cet accord, conformément à la documentation bancaire. Certains créanciers préfèrent cependant attendre d'exercer leurs droits au titre des contrats de couverture du risque de crédit (*Credit Default Swaps* ou CDS) qu'ils ont souscrit¹⁴. L'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) déclare en août 2009¹⁵ que l'accord négocié avec une partie des créanciers de Technicolor constitue un événement de crédit ouvrant droit à la mise en œuvre des CDS. Le débouclage des CDS fait alors l'objet d'un processus d'enchères organisé par l'ISDA afin d'organiser la livraison physique des titres de dette Technicolor en contrepartie du versement des indemnités dues au titre des CDS. Le dénouement des différentes positions des contreparties aux CDS ne permet donc pas à Technicolor d'identifier ses nouveaux porteurs de dette. En outre, ceux-ci continuent de céder leurs titres sur le marché secondaire

et/ou de se couvrir par de nouveaux CDS. Faute de pouvoir identifier les créanciers *senior* et par voie de conséquence re-

cueillir leur acceptation à l'unanimité, Technicolor est contraint de solliciter, le 30 novembre 2009, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde devant le tribunal de commerce de Nanterre.

11 - L'ouverture d'une procédure de sauvegarde présente notamment l'intérêt :

- de déclencher un arrêt des poursuites et d'offrir ainsi à Technicolor un répit en dépit du non-respect des accords avec ses créanciers ;
- de figer, pour les besoins de l'adoption du plan, la liste de ses créanciers devant approuver la restructuration de sa dette ;
- de permettre à la société, en amont de la cessation des paiements, de restructurer sa dette avec l'accord de deux tiers seulement des créanciers¹⁶.

12 - Le plan de sauvegarde, adopté par le tribunal de commerce de Nanterre en février 2010, prévoit en substance l'application de l'accord négocié entre Technicolor et certains de ses créanciers *senior* – à savoir une réduction de dette de l'ordre de 45 % à travers la conversion, à hauteur de 1,3 milliard d'euros, de titres de dette en instruments donnant accès directement ou indirectement au capital de la société. Au surplus, les créanciers acceptent un report d'échéance de la dette par le refinancement de l'endettement majoritairement sous la forme de prêts *in fine* dits « *bullet loans* »¹⁷ comme suit :

- une tranche amortissable de 500 millions d'euros, arrivant à échéance en 2015, composée d'un prêt de 306 millions d'euros portant intérêts à Euribor/Libor + 500 pbs¹⁸, ainsi que 194 millions d'euros d'obligations portant intérêts à 9 % ;
- une tranche dite *bullet* de 1 050 milliards d'euros, arrivant à échéance en 2016, comprenant 631 millions d'euros de dette *senior* portant intérêt à Euribor/Libor + 600 pbs, ainsi que 407 millions d'euros d'obligations portant intérêts à 9 %.

13 L'intérêt d'inclure des obligations de respecter un certain nombre de ratios financiers dans la documentation financière est également d'obliger les parties à renégocier les autres *covenants*, sous la forme d'obligations de faire ou de ne pas faire, et ce, afin de s'adapter au nouveau contexte dégradé du débiteur.

14 Il semble possible ici de s'interroger sur l'hypothèse d'un attentisme intéressé de la part des créanciers dont le risque de défaut était couvert par les CDS. En effet, ces créanciers n'avaient-ils pas un intérêt financier au titre des CDS à laisser la situation de la société s'aggraver de sorte qu'un événement de crédit soit caractérisé en vue de déclencher les CDS ? Certains créanciers auraient ainsi pu préférer la sécurité et la rapidité du déclenchement des CDS à une restructuration potentiellement incertaine, longue et coûteuse.

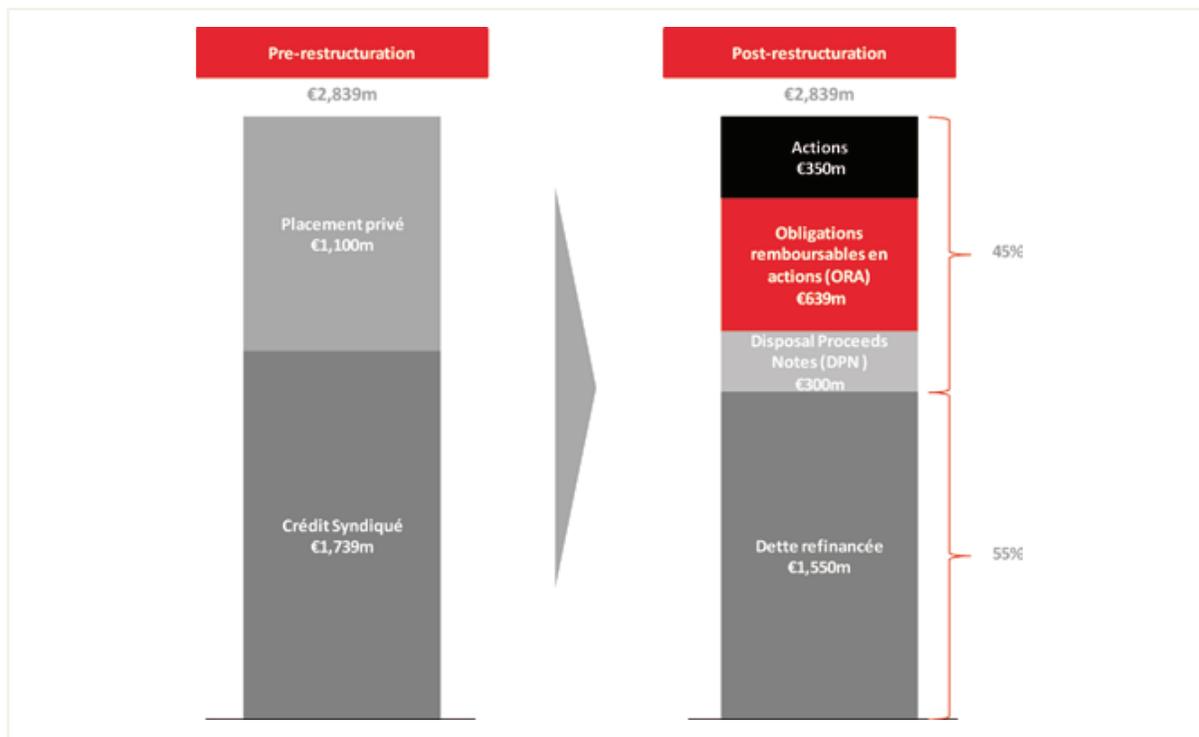
15 Source : <http://dc.isda.org/cds/thomson-sa/>.

16 Au-delà de certains seuils, le plan de restructuration d'une société peut être approuvé à la majorité qualifiée seulement (et non plus à l'unanimité) par les créanciers répartis en trois groupes (les comités de créanciers bancaires, les comités d'obligataires et les créanciers fournisseurs). Au cas présent, Technicolor respecte ces seuils. Ceux-ci, précisés à l'article L. 626-29 du Code de commerce, sont de 150 salariés ou de 20 millions d'euros de chiffre d'affaires.

17 Les *bullet loans* ou prêts *in fine* permettent d'augmenter la capacité d'endettement des emprunteurs sans limiter excessivement leurs flux de trésorerie à court terme. Ils laissent en principe aux sociétés le temps d'améliorer leur résultat opérationnel entre la date de conclusion du prêt et la date d'amortissement du

prêt. Les prêts amortissables à terme se sont fortement développés dans le cadre de financements à fort effet de levier, de type LBO. On les utilise également en période de crise de liquidité sur les marchés de la dette lorsque des groupes, confrontés à une difficulté de refinancement à court terme, optent pour un prêt *bullet loan* dans l'espoir d'avoir accès *in fine* à de meilleures conditions de crédit. Ce type de prêt fait cependant peser un risque significatif sur l'emprunteur puisque celui-ci est condamné à réussir à se refinancer entre le moment de l'obtention du prêt et la date d'amortissement de celui-ci.

18 « Pbs » ou point de base, expression venue directement de l'anglais *basis point* (abrégé en « bp » au singulier et « bps » au pluriel), désigne en langage économique et financier un centième de pourcent.

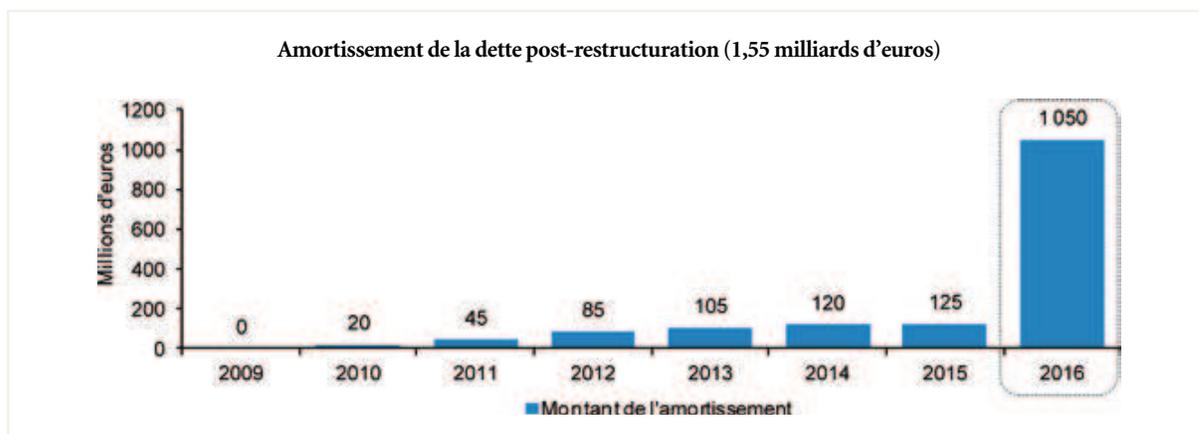


Source : Lettre aux actionnaires du Conseil d'administration de Technicolor en vue de l'Assemblée générale du 27 janvier 2010

13 - Au terme de la restructuration, le montant de dette figurant au bilan s'établit alors à 1,55 milliard d'euros contre 2,8 milliards précédemment. L'opération a principalement permis d'améliorer les ratios bilanciaux d'endettement, de reporter les échéances de paiement ainsi que d'écartier, dans l'immédiat, le risque de liquidité.

Ce dernier est en effet reporté à fin 2016, date à laquelle la tranche *bullet* du prêt devient remboursable.

14 - La restructuration de Technicolor peut être ainsi schématisée de la manière suivante :



Source : Lettre aux actionnaires du Conseil d'administration de Technicolor en vue de l'Assemblée générale du 27 janvier 2010

Le droit français de l'insolvabilité ne tire pas les conséquences économiques de ses propres constatations

B. - Interprétation : une restructuration insuffisante de la dette de la société et une perception négative des créanciers sur l'avenir du groupe au plan opérationnel

15 - La restructuration de la dette de Technicolor, conformément au plan de sauvegarde approuvé par le tribunal de commerce de Nanterre, n'a pas permis de mettre fin aux difficultés financières et opérationnelles du groupe. Cette situation résulte de l'incapacité de notre droit des entreprises en difficulté à permettre une réorganisation du passif des sociétés ajustée aux flux que leurs actifs génèrent. En cas d'insolvabilité d'une entreprise dont la rentabilité a été établie, la réorganisation du passif devrait résulter d'un processus sécurisé de transfert du contrôle de la société aux titulaires des créances donnant droit au profit résiduel. Ces créances sont celles qui perçoivent le profit marginal réalisé par la société après le paiement de toutes celles qui ont un droit limité à percevoir les fruits de l'activité de la société. Inversement, lorsque les résultats de la société se détériorent, les créanciers résiduels sont ceux qui supportent la perte marginale et constatent mécaniquement la diminution de la valeur de leurs droits. L'octroi des droits de contrôle sur la société aux porteurs de ces créances résiduelles se justifie par l'objectif de rétablir l'alignement des intérêts financiers et politiques sur la société. En théorie économique, ces créanciers résiduels sont, parmi les titulaires de droits financiers sur la société, ceux susceptibles de faire le meilleur usage des droits de contrôle sur la société¹⁹.

16 - Tant que la société est solvable, les créanciers résiduels sont les actionnaires²⁰. Lorsque la société est insolvable, c'est-à-dire lorsque l'on augure avec certitude que la société ne pourra pas rembourser à l'échéance prévue sa dette, les actionnaires ne sont plus les créanciers résiduels. Ils ne supportent en effet plus la perte marginale, puisque, d'une certaine manière, ils ont tout perdu²¹. Dès lors, la situation d'insolvabilité de la société vient rompre l'ordre établi des créanciers résiduels et conduit à un changement de ces derniers. En effet, en cas d'insolvabilité, les nouveaux créanciers résiduels sont, parmi tous les créanciers de la société²² ceux qui peuvent espérer, à terme au moins, un remboursement partiel de leurs créances. Contrairement aux actionnaires (ou à leurs dirigeants qui souhaitent conser-

ver leur mandat social ou leur emploi), ces créanciers préféreront éviter de faire prendre à la société des risques inconsidérés dans l'espoir d'un retournement rapide de

l'activité. L'objet de cette étude portera précisément sur ce paradoxe français selon lequel notre droit des entreprises en difficulté, bien qu'il ait au titre de ses principales finalités le traitement juridique de l'insolvabilité, ne tient pas compte des effets économiques de l'insolvabilité qu'il entend pourtant régir. En effet, puisque l'insolvabilité d'une société induit le changement de ses créanciers résiduels, le droit de l'insolvabilité devrait acter de ce changement pour être pleinement efficace économiquement. En l'état actuel du droit, tel n'est pas le cas. Dès lors, pour reprendre une formule autorisée, il semblerait que le droit français de l'insolvabilité ne tire pas les conséquences économiques de ses propres constatations. À la vérité, plus qu'un paradoxe saisissant, il s'agit d'un manquement majeur de la loi française aux lourdes conséquences économiques, sociales et industrielles. En ne permettant pas de transférer complètement le contrôle de la société aux créanciers résiduels, notre droit compromet manifestement les chances de redressement de l'entreprise dont elle est le support juridique.

17 - L'opération de conversion des dettes en capital prévue dans le cadre du plan de sauvegarde de Technicolor est, à première vue, une manière de transférer le contrôle de la société aux créanciers dont les intérêts sont le plus alignés avec la préservation de la valeur d'entreprise. À la suite de cette opération, les actionnaires perdent en effet le contrôle de Technicolor. Toutefois, ce transfert de contrôle aux créanciers résiduels ne peut être pleinement effectif de notre point de vue que si trois conditions sont réalisées cumulativement :

- le transfert du contrôle intervient suffisamment en amont d'une crise de liquidité, de sorte que le changement de contrôle ne se réalise pas au moment où la valeur d'entreprise décroît brusquement en raison de la dégradation de la situation opérationnelle (« Condition I ») ;
- l'entreprise, bien qu'en situation d'insolvabilité, reste profitable ou est capable de démontrer sa capacité à rétablir sa rentabilité à court ou moyen terme²³. Dans le cas contraire, les créanciers n'ont pas intérêt à convertir leur créance en titre de capital. En effet, si la valeur d'entreprise est inférieure à la somme de la valeur individualisée de ses actifs, la liquidation est plus appropriée

19 V. D. Baird & Th. Jackson, *Bargaining after the fall and contours of the absolute priority rule* : 55, *U. Chicago Law Review* 738, 761 (1988). - Au cas présent, ce sont les créanciers *senior* de Technicolor.

20 Les capitaux apportés et incorporés au capital social confèrent aux actionnaires un droit au profit résiduel réalisé par la société, versé sous forme de dividendes ou du *boni* de liquidation. La société n'ayant pas d'obligation juridique de verser des dividendes en cours d'existence, les droits financiers des actionnaires varient en fonction du résultat

net réalisé par la société et de la politique de distribution de dividendes du conseil d'administration. À l'inverse, la mise à disposition de fonds par les prêteurs est la contrepartie d'un engagement ferme de la société de rembourser les créanciers et de leur verser une rémunération sous forme d'intérêts.

21 La valeur de leur action est proche de zéro, elle conserve cependant une valeur d'option car il existe toujours une probabilité, même infime, que la société arrive à se redresser suffisamment pour éviter d'être en situation de défaut, vis-à-vis de ses créanciers financiers.

22 Tous les créanciers ne deviennent pas forcément les nouveaux créanciers résiduels. Il peut exister différentes catégories de créanciers (chirographaires, privilégiés, subordonnés, etc.), les créanciers résiduels appartiennent à l'une d'entre elles et sont identifiables en fonction de la situation financière de la société et de l'ordre de priorité des paiements existant.

23 L'augmentation du nombre de « vraies » sociétés à responsabilité limitée (c'est-à-dire celles dont la valeur est indépendante des qualités intrinsèques du dirigeant-actionnaire), ainsi que l'évolution de la finance, ont multiplié les

et ce, afin de mieux réemployer les actifs et les effectifs ailleurs (« Condition II ») ;

- la conversion de dette en titre de capital permet de faire ressortir une valeur d'entreprise supérieure au prix qu'offrirait un tiers dans le cadre d'une offre de reprise ; à défaut le contrôle de l'entreprise n'est pas transféré au meilleur enchérisseur, soit le repreneur le plus susceptible d'en faire le meilleur usage et les créanciers sont moins bien remboursés (« Condition III »)²⁴.

18 - Le droit des entreprises en difficulté empêche la réalisation de ces trois conditions, en faisant obstacle :

- au changement de contrôle d'une société insolvable contre la volonté des actionnaires, et ce tant qu'elle n'est pas en « cessation des paiements »²⁵ : la conversion de la dette en titres de capital nécessite que les actionnaires donnent leur accord dans le cadre d'une assemblée générale extraordinaire, et
- au changement de contrôle au profit des seuls créanciers résiduels : lors de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde (comme dans une procédure de redressement judiciaire), le droit français traite indifféremment, sauf exception²⁶, les créanciers, qu'ils soient titulaires ou non de sûretés²⁷, et ne permet pas l'application rigoureuse des conventions de subordination²⁸.

19 - Dans ces conditions, les créanciers ne sont donc pas en mesure de pouvoir prendre le contrôle de la société en amont d'une crise

de liquidité (Condition I). L'idée selon laquelle les actionnaires doivent subir les conséquences de la dégradation de la situation financière de la société avant une crise de liquidité, peut être trouvée dans le principe de contribution aux pertes de l'article 1832 du Code civil et est partiellement prévue par le Code de commerce. En effet, les articles L. 223-42, alinéa 1 pour les SARL et L. 225-248, alinéa 1 pour les SA dudit code prévoient que lorsqu'une société a rencontré des difficultés financières qui l'ont conduite à perdre la moitié de son capital social, ses dirigeants doivent suivre une procédure particulière visant à alerter les associés et à leur faire envisager l'éventualité d'une dissolution anticipée de la société. Cette disposition a perdu son intérêt avec l'évolution de la finance et la disparition des dispositions relatives au capital social minimum. Reste que l'idée demeure.

20 - Les créanciers financiers n'ont pas intérêt à refuser la conversion d'une partie de leurs créances en actions même si celle-ci est réalisée dans des conditions qui ne les satisfont pas complètement. S'ils refusent d'approuver le plan proposé par la direction de la société débitrice, celle-ci a la possibilité de demander au juge d'ordonner le rééchelonnement d'office des créances sur une période pouvant aller jusqu'à dix ans (*C. com., art. L. 262-12*)²⁹ et ce, même si les créanciers déclarent exigibles par anticipation leurs créances, conformément à la documentation bancaire. Cette solution peut avoir des conséquences dommageables à la fois pour le débiteur

situations dans lesquelles la préservation de l'outil de production de biens ou de services commande au juge des difficultés d'entreprise de distinguer la question de la rentabilité de la question de la solvabilité de la société. Ceci doit amener les parties prenantes à une procédure collective à résoudre deux questions : 1°) à qui doit appartenir à l'avenir la propriété des titres de capital ? et 2°) comment restructurer l'activité, afin qu'elle redevenue profitable ? Dans la très grande majorité des cas concernant les petites entreprises, ces deux questions ne doivent pas être distinguées.

- 24 Il peut arriver que, bien qu'en situation de pouvoir prendre le contrôle de la société, les créanciers résiduels refusent de le faire. Lorsque la rentabilité de la société est liée au maintien à la tête de l'entreprise du dirigeant-actionnaire (le dirigeant de l'entreprise ayant alors des qualités propres qui le rendent irremplaçable), les créanciers ont intérêt à supporter les conséquences de l'insolvabilité de la société, en procédant par exemple à des abandons partiels de créances, en demeurant créanciers de cette dernière pour la partie résiduelle de leur créance et en laissant le contrôle de l'entreprise à son dirigeant-actionnaire.

25 Conformément à la loi, est en état de cessation des paiements le débiteur qui est « dans l'impossibilité de faire face au passif exigible avec son actif disponible » (*C. com., art. L. 631-1*), la cessation des paiements n'est ni une notion comptable, ni une notion financière, mais une notion juridique. Elle ne se définit ni à partir

du seul critère de la crise de liquidité, ni de la valeur de l'actif net de la société, ni même des perspectives de trésorerie futures de la société. Elle se rapproche de la crise de liquidité sans pour autant y être totalement assimilée.

- 26 La procédure de sauvegarde (ou de redressement) empêche de manière générale un traitement différencié des créanciers titulaires de sûretés des autres créanciers par l'arrêt des poursuites. De possibles traitements prioritaires des intérêts des créanciers privilégiés sont toutefois envisageables au titre de contournements du principe d'arrêt des poursuites (clause de réserve de propriété), sans qu'il soit possible de trouver toujours une justification économique. C'est le cas, par exemple, des transporteurs bénéficiaires et des sous-traitants titulaires d'un privilège spécial sous forme d'action directe, certains créanciers bénéficiant d'un droit de rétention. Au final, toutes ces mesures assèchent la trésorerie de la société à une période critique, compromettant son redressement.

27 Si l'on conçoit que le droit des entreprises en difficulté doit permettre d'opérer un changement de contrôle de la société en situation d'insolvabilité, les sûretés ne doivent pas nécessairement conférer le droit aux créanciers bénéficiaires de saisir les actifs (dans la mesure où une telle saisie pourrait être destructrice de valeur). Ces sûretés confèrent un droit pour les créanciers privilégiés d'être payés en priorité par rapport aux autres créanciers à hauteur de la valeur des actifs grevés. Les titulaires

de sûretés ne doivent donc pas siéger dans le même comité de créanciers que les créanciers chirographaires. V. § 22.

- 28 Certes, depuis la loi du 22 octobre 2010, l'égalité de traitement des créanciers n'est désormais plus la règle. Cependant les conventions de subordination ne sont jamais complètement respectées dans la mesure où les créanciers subordonnés peuvent siéger dans les comités de créancier aux côtés des créanciers plus *senior*. De ce fait, ils arrivent toujours à percevoir quelque chose au titre du plan, alors même que les créanciers *senior* ne sont pas complètement remboursés. Les créanciers *senior* lésés pourront très difficilement arguer de la violation de l'accord de subordination pour obtenir une invalidation du plan voté. Outre que cette situation conduit à des transferts de richesse indus de créanciers à créanciers, elle entraîne une vive incertitude quant à l'issue de la procédure collective. La loi confère en effet au juge le pouvoir discrétionnaire de décider si les droits des créanciers subordonnés ont été suffisamment bien protégés. V. également § 31.
- 29 La loi ne permet en effet pas aux créanciers d'augmenter le taux d'intérêt des prêts, malgré le risque causé par le report de la date de remboursement. Elle prévoit seulement l'obligation pour le débiteur de rembourser le passif à compter de la troisième année par annuité d'un montant au moins égal à cinq pour cent du montant de chaque créance rééchelonnée (*C. com., art. L. 626-18*).

Les créanciers ne sont pas en mesure de prendre le contrôle de la société en amont d'une crise de liquidité

(qui peut se trouver rapidement en défaut malgré le rééchelonnement d'office de la dette autorisée par la loi) et, à travers le débiteur, pour les créanciers, dont l'intérêt est aligné à la préservation de la valeur d'entreprise du débiteur.

21 - Dans ces conditions, les créanciers ne peuvent pas non plus forcer la société à céder séparément ou ensemble ses actifs à un tiers, contre l'avis de la direction de la société en difficulté. Il peut sembler pourtant pertinent pour la société de procéder à une opération en deux temps : la cession, dans un premier temps, de la partie viable de l'activité du débiteur dans le cadre d'un plan de sauvegarde, puis de la cession, dans un deuxième temps, des actifs restants et de moindre qualité dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire. Ce type d'opération, autorisé en droit américain, peut permettre le rapide et complet redressement de la partie encore pérenne de l'activité d'un débiteur, à l'image de la restructuration de General Motors³⁰. Compte tenu du signal négatif envoyé à ses créanciers et fournisseurs, il n'est en effet jamais bon pour une société ayant au moins une partie de son activité profitable de rester trop longtemps en procédure collective. De la même manière, il n'est pas souhaitable qu'un groupe qui émerge d'une procédure de sauvegarde ait encore à résoudre par la suite, comme Technicolor, des problèmes opérationnels significatifs, nécessitant l'ouverture de procédures collectives au niveau de ses filiales³¹. Une scission rapide est préférable.

22 - Même en cas de volonté de la direction de la société en difficulté de s'orienter dans cette voie, le texte de la loi³² et/ou les risques de poursuites judiciaires (risque de contentieux en droit du travail, risque d'extension de la procédure collective à la société

dans laquelle ont été transférées les activités jugées viables, risque de mise en jeu de la responsabilité des dirigeants pour insuffisance des actifs, etc.), font, semble-t-il, obstacle à cette solution, autant en amont que pendant une procédure de sauvegarde. À tout le moins, ces risques rendent, en l'état, l'issue de l'opération tellement incertaine qu'il est difficile pour les dirigeants, comme leurs conseils juridiques de tenter une telle opération en deux temps sur une grande société cotée qui est sous les feux de l'actualité (comme dans le cas de la société Technicolor).

23 - Il n'y a donc aucune certitude que la restructuration de la société, si elle est profitable, est bien l'option permettant de préserver le plus de valeur (par rapport à une solution proposant une cession d'une partie ou de l'ensemble des actifs) (Condition III) ou, à tout le moins, que le débiteur qui a bénéficié d'une procédure de sauvegarde est bien profitable à l'issue de cette procédure, autrement dit que les créanciers n'auraient pas obtenu un meilleur remboursement, en cas de liquidation de la société³³ (Condition II). Les conditions du transfert du contrôle de la société aux créanciers résiduels ne sont donc pas, de notre point de vue, réunies.

24 - Ces obstacles s'expliquent par la difficulté de notre droit à admettre la logique économique, selon laquelle il est préférable de laisser aux créanciers résiduels, et non à un tiers (juge ou actionnaire lorsque ce dernier n'est plus le créancier résiduel), le soin de décider du sort de l'entreprise car :

- permettre aux actionnaires de conserver le contrôle d'une société pourtant insolvable est dangereux pour la préservation de la valeur d'entreprise, car ceux-ci ne subissent plus les conséquences de leurs actes, et peuvent donc adopter des comportements opportunistes, et

30 Il n'est ainsi pas possible en droit français de réaliser ce qu'a réussi General Motors, c'est-à-dire de transférer quatre de ses huit marques de voitures, considérées comme encore profitables, à une nouvelle entité (qui a repris la dénomination sociale, General Motors), et de liquider les autres. La scission des activités viables de General Motors a été réalisée conformément à la section 363 du *Chapter 11* du *US Bankruptcy Code*. Cette procédure permet ainsi d'isoler rapidement les actifs viables des actifs non viables, sans approbation d'un plan par les créanciers, à partir du moment où il est démontré qu'une telle scission accélérée, sous le contrôle du juge, permet de préserver la valeur d'entreprise et, partant, les droits des créanciers titulaires de sûretés (principalement le Trésor Américain dans le cas de General Motors). Les créanciers titulaires de sûretés du débiteur peuvent, dans le cadre d'une procédure de *credit bid*, devenir ainsi propriétaires des actifs transférés en contrepartie de l'extinction d'une partie ou de la totalité de leurs créances. Cette procédure a alors pour fonction de sécuriser la transaction, tout

en réduisant le coût lié à l'asymétrie d'information du repreneur potentiel ; ce dernier n'a alors pas à s'inquiéter de l'existence éventuelle d'un passif non découvert. Sans cette protection, le repreneur potentiel est bien souvent découragé face à l'incertitude pesant sur l'étendue du passif, surtout dans le cadre des restructurations industrielles. - V. A. *Pietrancosta et S. Vermeille, Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir ?*, *ibid.* et M. Chi Tô, A. D'Ornano et C.-Ph. Letellier, *Acheter une entreprise en difficulté aux États-Unis, les attraits de l'article 363 du Bankruptcy Code, à l'aune du plan de cession français : RTDF 2009, n° 1-2, p. 156*. - À noter toutefois que les conditions de la restructuration de General Motors sont sujettes à controverses aux États-Unis, en raison du fait qu'elles ont entraîné des transferts de richesse apparemment indus des créanciers *senior* aux salariés. - V. B. Adler, *A Reassessment of Bankruptcy Reorganization after Chrysler and General Motors : 18 American Bankruptcy Institute Law Review 205 (2010)*.

31 La mise en redressement judiciaire au 1^{er} juin 2012 d'une des sociétés du groupe Technicolor atteste des difficultés persistantes du groupe, deux ans après avoir émergé de la procédure de sauvegarde. - V. http://www.lemonde.fr/societe/article/2012/06/01/l-usine-technicolor-d-angers-placee-en-redressement-judiciaire_1711061_3224.html.

32 Le droit français des entreprises en difficulté interdit en effet que, dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, un créancier, ou un tiers, puisse émettre une offre de reprise des actifs sociaux. La loi permet seulement le dépôt d'une offre d'acquisition partielle d'activité (*C. com.*, art. L.626-2). En toute hypothèse, une telle opération ne peut se réaliser sans l'accord de la direction du débiteur.

33 En droit français, le tribunal de commerce approuve le plan de sauvegarde sans avoir à vérifier si les créanciers n'auraient pas été mieux remboursés en cas de liquidation judiciaire de la société.

- préserver une société dont l'activité n'est pas rentable conduit à davantage de destruction de richesse que si elle était scindée, voire liquidée en amont dans des conditions permettant à ses actifs et aux salariés d'être mieux réemployés ailleurs.

25 - Ces obstacles traduisent l'orientation en faveur des petites entreprises de notre droit. Ce dernier est construit sur le modèle de la société entrepreneuriale dont la survie est liée à la préservation des droits de son dirigeant-fondateur, sans lequel la société ne peut pas par essence être profitable³⁴. Or, cette approche qui repose sur le présupposé que les actionnaires sont indispensables à la poursuite de l'activité n'est pas pertinente s'agissant des sociétés de taille significative comme Technicolor. Notre droit confond l'intérêt de la préservation de la valeur d'entreprise (et donc celui de l'emploi) et l'intérêt de la préservation de l'entité juridique et, à travers elle, celle de ses actionnaires. Notre droit reste par ailleurs ancré dans l'idée qu'il existe seulement deux types de créanciers : les créanciers chirographaires ou les créanciers privilégiés lorsqu'il existe aujourd'hui de nombreuses autres catégories d'investisseurs.

26 - Cette approche entraîne des transferts de richesse induits :

- des créanciers aux actionnaires : les transferts de richesse induits sont d'autant plus importants qu'en cas de refus des créanciers de signer le plan de restructuration, le dirigeant a la possibilité de demander au juge d'ordonner le rééchelonnement d'office des créances sur une période pouvant aller jusqu'à dix ans ;
- de créanciers à créanciers : en répartissant les créanciers dans des comités, selon la nature de leurs créances (bancaire, obligataire ou fournisseur) en vue de l'approbation du plan de sauvegarde aux deux tiers, et non le rang de priorité, la loi permet à certains créanciers d'utiliser leur droit de vote, comme un pouvoir de nuisance, pour obtenir des avantages induits au regard des accords initiaux.

Ces accords initiaux pouvaient par exemple prévoir :

- qu'un créancier s'engage, vis-à-vis d'un autre créancier, à être payé par la société après lui (convention de subordination) ;
- qu'un créancier s'engage vis-à-vis de la société à être payé après tous les autres, tel est l'engagement pris par un porteur de titres super subordonnés (« TSS ») ;
- que la société s'engage vis-à-vis d'un créancier à le payer avant tous les autres, dans la limite de la valeur des actifs qu'elles donnent en garantie du paiement de sa créance (sûreté réelle) ;
- qu'un créancier, assuré d'être payé en priorité par rapport à d'autres créanciers à hauteur de la valeur d'un actif, s'engage, vis-à-vis d'un autre créancier, à être payé après lui (convention de rang).

27 - Au cas d'espèce, l'ordre des créanciers de Technicolor était le suivant : les créanciers *senior* (rang 1)³⁵ ainsi que les autres créanciers chirographaires de même rang (rang 1), les porteurs de TSS, créanciers obligataires *junior* (rang 2) et les actionnaires (rang 3). Rien ne justifiait donc le choix d'une restructuration du bilan de Technicolor permettant aux actionnaires de Technicolor et aux porteurs de TSS de se maintenir dans la société. Si la société avait fait l'objet d'une procédure de dissolution volontaire, les actionnaires et les porteurs de TSS n'auraient rien reçu des produits de la vente des activités du Technicolor, faute pour les créanciers *senior* d'être remboursés intégralement. Tout comme les actionnaires, les porteurs de TSS avaient en effet accepté, compte tenu de leur rang de super subordonné, de supporter les pertes avant les créanciers *senior*, que ces derniers soient détenteurs de titres obligataires ou d'une créance de nature bancaire. À partir du moment où il était demandé aux créanciers *senior* de convertir leurs créances en actions, Technicolor étant insolvable, la logique imposait que, de manière similaire, les actionnaires de Technicolor et les porteurs de TSS perdent tous droits dans la société. Considérant le fait que les actionnaires n'étaient pas disposés à recapitaliser la société (ce qu'ils n'avaient pas intérêt à faire, sauf à vouloir enrichir les créanciers³⁶), la procédure de sauvegarde aurait donc dû conduire au changement de contrôle au profit des seuls créanciers *senior*.

28 - Si les trois conditions précédentes avaient été remplies, les créanciers *senior* auraient cherché à maximiser la valeur des actions Technicolor :

- soit en convertissant un montant de dette jugé adéquat, répondant à deux objectifs : 1° leur permettre dans une certaine mesure de bénéficier de l'effet de levier grâce à l'endettement restant (et à la déductibilité des intérêts de la partie de dette restante) et 2° faire en sorte que l'entreprise ne soit plus contrainte dans son activité par sa situation de surendettement, compte tenu de perspectives raisonnables de trésoreries futures – à défaut, les créanciers continueraient de subir les pertes en leur qualité d'actionnaires ;
- soit en scindant l'activité de Technicolor en deux entités ou plus, puis en devenant propriétaire des activités jugées pérennes en contrepartie de l'extinction d'une partie ou de la totalité de leurs créances, à condition que cette solution permette de préserver davantage la valeur des activités profitables de Technicolor et que les cessions soient réalisées dans des conditions garantissant que le prix de l'(es) offre(s) de reprise ne lèse(nt) pas les droits des actionnaires et des porteurs de TSS ; dans ce scénario, ceux-ci, comme les créanciers chirographaires, perdent en effet tout droit sur la (les) entité(s) réceptrice(s) des activités transférées³⁷ ;

34 Dans la société entrepreneuriale, la force de travail du dirigeant constitue quasiment le seul actif de la société.

35 Les créanciers financiers *senior* n'étaient pas titulaires de sûretés réelles avant la restructuration de 2010. Ils se sont vu octroyer par la société un certain nombre de nantissements dans le cadre du plan de sauvegarde. Comme

évoqué précédemment, l'usage de l'expression « *senior* » est par opposition aux créanciers « *junior* » porteurs de TSS.

36 La recapitalisation d'une société insolvable a pour seul effet de sécuriser le remboursement de la dette. Tout euro versé par les actionnaires bénéficie directement aux créanciers.

37 Le principe d'une purge du passif n'est cependant pas acquis en droit français puisque la loi prévoit que le tribunal peut, par exemple, imposer le maintien de certaines sûretés, et donc un passif, sur certains actifs pourtant cédés dans le cadre de la procédure collective. L'article L. 642-12 du Code de commerce prévoit ainsi que la charge des sûretés immobilières et mobilières

Les créanciers ne peuvent pas forcer la société à céder ses actifs à un tiers contre l'avis des dirigeants

- soit en cédant l'ensemble des activités à un tiers repreneur³⁸.

29 - Compte tenu de l'état de notre droit, le résultat n'a été satisfaisant, ni pour les créanciers *senior*, ni pour Technicolor. Les créanciers *senior* ont dû accepter de maintenir les actionnaires au capital de la société à hauteur de 16 %. Ils ont également dû accepter que les porteurs de TSS conservent des droits dans la société et que Technicolor leur verse 25 millions d'euros en « dédommagement » de la perte des intérêts futurs³⁹. Eu égard au risque pris à financer Technicolor insuffisamment désendettée, les créanciers *senior* ont exigé lors du refinancement de la portion de la dette non convertie en actions un taux d'intérêt de 9 % (supérieur aux anciens taux d'intérêts compris entre 2,6 % et 6,1 %). De telles charges d'intérêt sont supportables pour Technicolor uniquement parce que dans le même temps, le remboursement d'une proportion significative du principal de la dette a été repoussé en 2016, afin de permettre à la société d'améliorer avant cette échéance son résultat opérationnel.

30 - Le fait que les créanciers aient refusé de procéder à des abandons de créance pour réduire davantage le niveau d'endettement et ce, en dépit de la détention de 84 % du capital de la société (alors que dans le même temps, les porteurs de TSS se voyaient privés de la perception de tout intérêt futur) semble indiquer que les créanciers *senior* ne se sont pas comportés comme les créanciers résiduels. En somme, les créanciers résiduels de la société se sont comportés selon leurs intérêts immédiats de créanciers et sans considérer la préservation ou l'augmentation de la valeur d'entreprise de leur débiteur. Il serait toutefois précipité de conclure à l'inexistence pratique de la notion de créancier résiduel.

31 - Être un véritable créancier résiduel suppose en effet :

- de s'être doté d'équipes capables à la fois d'intervenir sur le marché de la dette pour acheter (ou racheter) les titres émis par le débiteur et de concevoir, puis de mettre en œuvre (ou d'imposer) des stratégies de retournement à la société débitrice et à son équipe de direction et,
- d'avoir la capacité d'influencer concrètement la direction de la société débitrice afin de s'assurer que cette dernière pourra à l'avenir réaliser des profits suffisants compte tenu du coût du capital supporté par les créanciers résiduels (ledit coût du capital

étant forcément élevé au regard du risque que présente la situation de l'emprunteur).

32 - Des créanciers, comme les établissements bancaires ou les fonds de pension, peuvent ne pas réunir ces deux conditions. En effet, ceux-ci disposent rarement des équipes dédiées nécessaires au traitement de ces problématiques. Ils peuvent, par ailleurs, difficilement se coordonner entre eux afin d'exercer une réelle stratégie d'influence sur la société débitrice, surtout si celle-ci, comme dans le cas de Technicolor, doit poursuivre sa restructuration au plan opérationnel et prendre des mesures douloureuses pour les salariés, susceptibles d'entacher la réputation des établissements bancaires créanciers. Dans une société de la taille de Technicolor, être créancier résiduel suppose qu'une partie significative des créances se retrouve entre les mains d'un seul et même créancier, immédiatement avant la conversion des créances en actions. Quelques acteurs sur le marché du *distressed* en Europe, des « créanciers investisseurs » (Oaktree Capital, Apollo Management, TPG, etc.) ont les équipes nécessaires ainsi que la surface financière requise pour pouvoir prendre le contrôle de sociétés en difficulté de la taille de Technicolor, réalisant ainsi des opérations que l'on qualifie de « *loan to own* »⁴⁰.

33 - Précisément, parce que le droit des entreprises en difficulté ne remplit pas les trois conditions nécessaires au transfert du contrôle de la société aux créanciers résiduels, aucun des grands acteurs du marché du *distressed* n'a cherché à prendre le contrôle d'une société cotée française avant ou concomitamment à la conversion des dettes en actions. Concrètement, dans le cas de Technicolor il nous semble que différents obstacles s'opposaient à une telle prise de contrôle :

- si les créanciers initiaux de Technicolor pouvaient librement céder leurs créances sur le marché secondaire⁴¹ ; en pratique la prise de contrôle de Technicolor par un grand acteur du marché du *distressed* aurait nécessité le rachat d'une part significative du montant total de la dette de Technicolor auprès de ces créanciers initiaux (et pas seulement d'un montant correspondant à la minorité de blocage d'un tiers au niveau de la tranche résiduelle⁴²), puisque tous les titres de dette confèrent à leur porteur le droit de voter l'approbation du plan de sauvegarde. Mais une telle acquisition est risquée pour des fonds d'investissement, même de la taille des acteurs principaux du marché du *distressed* en Europe,

spéciales garantissant le remboursement d'un crédit consenti à l'entreprise pour lui permettre le financement d'un bien sur lequel portent ces sûretés est transmise au cessionnaire.

38 La difficulté dans ce scénario pour les tiers est de surmonter les problèmes d'asymétries d'information par rapport aux créanciers. Généralement, cela empêche les tiers d'offrir un prix supérieur à la valorisation proposée par les créanciers, sous réserve que ces derniers soient désireux de prendre le contrôle de la société.

39 Le montant des 25 millions d'euros a été établi en tenant compte de la valorisation des TSS sur les marchés. Or la valorisation des TSS intégrait la violation de l'ordre des priorités permise par la loi.

40 V. S. Vermeille, *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?* : JCP E 2009, 1709.

41 À l'époque de la procédure de sauvegarde, la dette privée de Technicolor était détenue par des investisseurs institutionnels, fonds de pension et sociétés d'assurance, pour moitié,

le solde l'était par des établissements bancaires ayant des activités de *trading* ou des fonds spécialisés dans l'achat de dette à un prix décoté.

42 À titre d'illustration, le transfert du contrôle du débiteur au créancier résiduel nécessite aux États-Unis d'acheter la minorité de blocage de la tranche résiduelle, la *fulcrum security*, puisqu'en cas d'insolvabilité de la société, c'est la seule tranche qui confère à ses détenteurs le droit de voter l'approbation d'un plan (à partir du moment où le juge a vérifié que les créanciers *junior*, actionnaires inclus, pouvaient être légitimement exclus de la société).

en raison de l'existence de porteurs de TSS qui auraient en tout état de cause cherché à monnayer leur pouvoir de nuisance (ces derniers ont d'ailleurs initié plusieurs contentieux à la suite de l'adoption du plan de sauvegarde⁴³). En définitive, il pèse un risque important que le prix des titres de dette sur le marché secondaire finisse par être surévalué au regard de la situation de l'émetteur ;

- en supposant qu'un créancier investisseur soit parvenu à acquérir suffisamment de titres de dette Technicolor pour influencer le vote de l'ensemble des créanciers, il n'aurait jamais la certitude de pouvoir prendre le contrôle de la société : (a) l'issue de la procédure de sauvegarde reste imprévisible jusqu'à l'adoption par le tribunal du plan de sauvegarde, en raison de l'impossibilité pour ce créancier de proposer un tel plan, (b) les juges peuvent rééchelonner sur dix ans les créances en cas de désaccord du créancier avec la direction de l'entreprise sur les modalités de la conversion de la dette en actions et les cessions d'actifs à réaliser (le dossier Belvédère⁴⁴ a marqué les esprits à cet égard) et, enfin (c) les dirigeants peuvent s'opposer à l'avenir aux décisions des actionnaires en invoquant « l'intérêt social », concept assez insaisissable⁴⁵ et, partant, source d'incertitudes.

34 - Le refus des créanciers de Technicolor d'abandonner une partie de leurs créances, en dépit du fait qu'ils détenaient 84 % du capital social de la société, traduit, non seulement leur incapacité à exercer concrètement un contrôle sur le devenir de leur débiteur,

mais aussi leur perception négative des conditions du retour de Technicolor à la rentabilité. Les créanciers ont ainsi marqué leurs doutes quant aux conditions de redéploiement des activités de Technicolor. Mais face à la menace d'un rééchelonnement d'office de leurs créances sur dix ans sans contrepartie, ce qui aurait empêché toute cession à terme de l'entreprise à un tiers, les créanciers ont accepté de convertir leurs créances en actions. Cette conversion n'a toutefois pas produit les effets économiques escomptés : les créanciers ne se sont pas départis de leur logique de créanciers et n'ont pas adopté un comportement d'actionnaires. Les créanciers ont alors agi dans leur unique intérêt de créancier, laissant ainsi supporter des coûts de détresse financière à la société.

35 - Le tribunal de commerce de Nanterre, en l'état du droit, a donc laissé les créanciers de Technicolor parier sur une éventuelle amélioration de sa situation opérationnelle et de sa capacité à se refinancer entre la date du plan de sauvegarde et l'échéance de 2016⁴⁶. La situation future de Technicolor repose également sur sa capacité à réaliser des cessions d'activités non stratégiques telles que celles-ci ont été convenues avec les créanciers (dans des conditions non sécurisées, puisqu'elles ont été déterminées en dehors de la supervision d'un juge). À l'aune de cet exemple, il paraît donc fondamental d'attirer à nouveau l'attention sur la difficulté voire l'incapacité de notre droit des entreprises en difficultés à permettre aux sociétés de sortir d'une procédure collective sans pari démesuré sur l'avenir⁴⁷.

43 V. B. Grelon, *Technicolor : fin du film, ibid.*

44 V. Th. Philippon et S. Vermeille, *Le droit financier au service des PME, in Quatre-vingt propositions qui ne coûtent pas quatre-vingt milliards, sous dir. P. Weil : éditions Grasset, 2012, p. 119.* - L'exemple de Belvédère (propriétaire de Marie Brizard) est révélateur des conséquences négatives que peut produire le droit français sur les chances de redressement d'une entreprise financièrement endettée, mais profitable sur le plan opérationnel. Dans l'affaire *Belvédère*, les dirigeants actionnaires ont violé l'engagement de la société de ne pas racheter ses propres actions sur le marché (permettant de rémunérer par ce biais les actionnaires avant les créanciers). Les créanciers ont protesté et entamé des négociations avec la direction de la société. En théorie, ils pouvaient exiger le remboursement de la dette par anticipation. En pratique, après un an et demi de procédure, les dirigeants ont réussi à instrumentaliser le droit pour obtenir un rééchelonnement d'office de la dette obligataire sur dix ans, ce rééchelonnement d'office revenant à faire absorber les pertes aux seuls créanciers. Le plan de sauvegarde a depuis été remis en cause par les tribunaux. La situation n'est cependant toujours pas réglée, quatre ans après le rachat par Belvédère de ses actions sur le marché et le début des hostilités entre les dirigeants de l'entreprise et ses créanciers. Entre-temps, la situation financière de Belvédère continue d'empirer.

45 Par essence, l'intérêt social ne peut être qu'une « notion éclatée » selon le mot du Professeur Couret (A. Couret, *L'intérêt social : Cah. dr. entr.* 1996-4, p. 4, n° 14). Allusive parce qu'indéfinie par le législateur, cette notion est pourtant très sollicitée par les juges. Les utilisations diverses de la notion d'intérêt social faites par les juges, même en l'absence de textes, démontrent que l'intérêt social est devenu un levier d'immixtion du juge dans la gestion de la société. - V. sur ces développements jurisprudentiels, S. Rousseau et I. Tchotourian, *L'intérêt social en droit des sociétés : Rev. sociétés* 2010, p. 735, § 4.

46 En droit, l'approbation d'un plan de sauvegarde n'est pas soumise à une obligation particulière de motivation au regard des perspectives de trésorerie de la société pour déterminer si celles-ci seront raisonnablement suffisantes pour assurer le service de la dette. Même si les perspectives de trésorerie sont insuffisantes, en l'absence de cessation des paiements, le juge ne pourrait de toute façon pas imposer l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire et purger le passif au moyen d'un plan de cession d'actifs. Corrélativement, les créanciers ne sont pas en mesure de pouvoir imposer la cession de l'activité de la société à un tiers et ce, même si le prix offert est supérieur à la valeur qu'ils accordent à leurs titres de dette sur la société.

47 La notation du groupe Technicolor, après sa sortie de la procédure de sauvegarde, témoigne de la persistance de ses difficultés financières. Depuis mars 2008, le groupe a été exclu par Standard & Poor's et Moody's de la catégorie *investment grade*. Il a vu par ailleurs sa notation abaissée progressivement pour atteindre la catégorie « CC » (*Highly Speculative*) en mai 2009. Malgré la restructuration du bilan de la société dans le cadre de la procédure de sauvegarde, la notation de Technicolor est demeurée dans la catégorie CCC+ (*Speculative*) signifiant le maintien des doutes du marché sur la capacité de la société à satisfaire ses engagements financiers et un risque de défaut aux yeux du marché. Cette notation a justifié le renchérissement du coût du financement de Technicolor par rapport aux conditions passées. Suite à l'augmentation de capital, Standard & Poor's a relevé de « B- » à « B » la notation crédit de Technicolor, assortie d'une perspective « stable ». La catégorie « B » définit une société plutôt vulnérable aux conditions commerciales, financières et économiques difficiles, mais qui a les capacités d'atteindre ses engagements financiers. À « B », Technicolor reste en catégorie *Speculative*, à 5 crans de la catégorie *Investment Grade*.

La situation future de Technicolor repose aussi sur sa capacité à réaliser des cessions d'activités non stratégiques

2. La deuxième étape de la restructuration du bilan de Technicolor rendue nécessaire par les insuffisances du plan de sauvegarde : le PIPE

A. - Faits : une nouvelle restructuration du bilan de la société grâce au PIPE et à l'augmentation de capital réservée aux actionnaires

36 - En mai 2012, la société Technicolor a indiqué son intention de réaliser un *Private Investment in Public Equity* (« PIPE »), c'est-à-dire une augmentation de capital réservée à un nouvel investisseur. Cette opération vise à réduire l'endettement du groupe et à lui permettre de disposer d'une flexibilité financière suffisante à son développement. L'objectif de l'opération est de permettre le remboursement d'une partie des prêts amortissables afin de faciliter leur refinancement à horizon 2016. Les dispositions du plan de sauvegarde ont en effet prévu que la société ne pourra utiliser le produit d'une augmentation de capital à d'autres fins qu'à son désendettement. Ainsi, la documentation de crédit qui a été conclue dans le cadre du plan de sauvegarde stipule qu'en cas d'augmentation de capital, 80 % du produit net des augmentations doit être affecté au remboursement de la dette.

37 - Pour la première fois en France, un PIPE a donné lieu à une surenchère entre deux investisseurs. La proposition de JP Morgan Chase & Co., qui a reçu le soutien du conseil d'administration, n'a finalement pas eu l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. Un invité surprise, une société de gestion agissant pour le compte de deux fonds d'investissement américains, Vector Capital IV, L.P. et Vector Entrepreneur Fund III, L.P. « Vector », lui a été préféré par les actionnaires. Vector a proposé aux actionnaires de Technicolor une offre moins dilutive pour eux⁴⁸.

38 - Le prix de l'augmentation de capital réservée à Vector a été fixé à 2 € par action. S'il correspond à une prime de 10,3 % sur le prix moyen pondéré des 10 derniers jours de Bourse, il est significativement en deçà du cours moyen de l'action au cours de l'année 2011 (3,54 €). L'opération a permis d'injecter 95 millions d'euros au capital de la société. Parallèlement au PIPE, une augmentation de capital, cette fois-ci avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, a également été lancée par la société au prix de 1,56 € par action. Cette augmentation de capital avec maintien

du droit préférentiel de souscription des actionnaires, concomitante à un PIPE, a été demandée par l'AMF, alors qu'il n'existe pas de fondement textuel pour procé-

der à une telle demande. L'augmentation de capital souscrite par les actionnaires, y compris Vector, a permis d'injecter 96,2 millions d'euros supplémentaires dans la société. Ces deux augmentations de capital d'un montant total de 191 millions d'euros ont permis de réduire la dette de Technicolor de 15 %.

39 - Mais, ces deux opérations ont amplifié la dilution des actionnaires existant antérieurement à la première opération de restructuration (ceux qui auraient dû ne plus avoir de droits dans la société, les « anciens actionnaires »). Partant de l'hypothèse qu'aucun d'entre eux n'a souscrit à la seconde augmentation de capital, leur participation au capital de Technicolor a été ramenée de 16 % à 10,72 %⁴⁹. Les opérations ont aussi conduit à diluer les créanciers *senior* – devenus actionnaires par l'effet de la conversion de partie de leur dette *senior* en capital (les « créanciers actionnaires »).

40 - Le prix d'émission de la seconde augmentation de capital (1,56 €), significativement inférieur à celui de la première augmentation de capital souscrite par Vector (2 €) et au cours de l'action Technicolor, a été fixé afin d'inciter les actionnaires existants de Technicolor à souscrire à l'opération. L'augmentation de capital a donc naturellement été « sur-souscrite » à hauteur de 143,5 %. Le nouvel investisseur détient à ce jour 20,87 % du capital du groupe. Cette décote permettait aux créanciers actionnaires de ne pas trop souffrir de l'effet dilutif provoqué par l'entrée au capital de Vector, en leur permettant de souscrire à l'augmentation de capital dans de bonnes conditions. Cette « faveur » accordée aux créanciers actionnaires a corrélativement permis aux anciens actionnaires de bénéficier des mêmes conditions favorables et de s'enrichir à nouveau au détriment des créanciers actionnaires, soit en souscrivant à l'augmentation de capital dans de bonnes conditions soit en cédant leur droit préférentiel de souscription sur le marché. Pourtant, d'un point de vue économique, les anciens actionnaires n'auraient plus dû bénéficier de droits donnant accès au capital de la société postérieurement à la restructuration.

41 - Depuis la restructuration de 2010, tous les investisseurs traditionnels semblent avoir cédé leurs titres sur le marché. La dette semble être détenue uniquement par des créanciers qui n'ont visiblement pas l'intention de se comporter en créanciers résiduels. À l'inverse, on note que le fonds Apollo Management a, au cours de cette année, augmenté sa participation au capital de la société. Le fonds a racheté des actions à hauteur de 8 % du capital environ⁵⁰, ce qui semble conforter l'idée qu'en France, la mise en œuvre d'une « stratégie d'influence » passe nécessairement par le rachat

48 Vector a proposé un prix légèrement supérieur à celui au prix proposé par JP Morgan Chase & Co.

49 La première note d'opération, disponible sur le site de l'AMF (www.amf.fr) prévoit en effet que la dilution pour un actionnaire détenant 1 % du capital qui ne souscrirait pas à l'augmentation de capital, diminuerait

sa participation à hauteur de 0,67 % (soit $16\% \times 0,67 = 10,72$).

50 V. Notes d'opération du 13 juin 2012 (visa n° 12-0261).

d'actions et non par le rachat de titres de créances et ce en particulier depuis « l'épisode Belvédère ».

B. - Interprétation : une opération de restructuration insuffisante pour garantir la pérennité de la société

42 - Les différentes phases de la restructuration de la dette de Technicolor ont déjà été coûteuses pour un groupe qui devra être en mesure de procéder au refinancement de sa dette d'ici à 2016. Les négociations amiables qui ont précédé la sauvegarde ont été inutilement longues compte tenu de l'impossibilité de trouver une solution pour les porteurs de CDS et de TSS, ce qui a entraîné des coûts pour la société. En outre, les différentes opérations sur le capital réalisées entre le début de l'année 2010 et l'été 2012 ont entraîné un coût supplémentaire significatif pour la société. Pour la seule année 2012, le groupe a ainsi dû préparer deux actualisations du document de référence à un mois d'intervalle et trois notes d'opération (sur un mois et demi), en sus de son document de référence annuel ! En demandant une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, concomitante au PIPE, l'AMF a accentué la multiplication des prospectus et notes d'opérations. Les coûts indirects supportés par le groupe (en raison de l'inefficacité de notre droit des entreprises en difficulté à permettre une restructuration rapide du bilan des sociétés) sont de toute manière sans commune mesure par rapport aux coûts directs supportés par le groupe dans le cadre de la préparation de ces différentes opérations, qui n'ont permis de réduire que de 15 % le montant total de la dette du groupe. Depuis 2009, le groupe Technicolor a perdu beaucoup de temps et sa valeur a continué à se déprécier, cela dans un environnement économiquement dégradé de plus en plus concurrentiel. Le PIPE de Technicolor nous offre ainsi une illustration des coûts indirects supportés par les sociétés françaises en difficulté du fait des défauts de notre droit.

43 - Dans le cadre de la restructuration du groupe Eurotunnel, des opérations de marché avaient également été nécessaires postérieurement à la mise en œuvre du plan de sauvegarde afin de renforcer les fonds propres du nouveau groupe. Le renforcement des fonds propres est extrêmement difficile à réaliser pour une société cotée dans le cadre d'une procédure de sauvegarde dans la mesure où les difficultés avérées de la société qui demande à bénéficier d'une procédure de sauvegarde rendent impossible la réalisation d'une levée de fonds dans de bonnes conditions. Dans le cas du groupe Eurotunnel, si cette situation a présenté des inconvénients similaires à ceux de Technicolor en termes de coûts ; la situation financière de la société s'était considérablement améliorée grâce

au plan de sauvegarde⁵¹. Les émissions ayant eu lieu en 2008 (soit moins d'un an après l'approbation du plan de sauvegarde d'Eurotunnel) avaient alors pu se faire dans de bonnes conditions.

44 - Outre la restructuration du bilan de la société, l'autre objectif avancé du PIPE était la stabilisation de l'actionnariat du groupe. En effet, une société cotée a d'une manière générale intérêt à disposer de quelques actionnaires de référence. L'existence d'un actionnariat de référence stable facilite le dialogue entre l'émetteur et ses actionnaires et rend plus aisée l'approbation des résolutions proposées à l'assemblée générale des actionnaires. Antérieurement au PIPE, Technicolor souffrait de la dispersion de son actionnariat, due à la conversion d'une partie de sa dette en actions – les créanciers devinrent alors autant d'actionnaires. Cette dispersion de l'actionnariat est un autre effet indésirable de l'inefficacité de notre droit des procédures collectives comme évoqué précédemment.

45 - Compte tenu du niveau d'endettement de la société qui subsiste après ces deux augmentations de capital, le PIPE ne deviendra le dernier épisode de la saga de la restructuration de Technicolor que si Technicolor est en mesure de procéder au refinancement de sa dette dans de bonnes conditions avant l'échéance de la tranche *bullet*. À l'heure actuelle, le groupe n'y est toujours pas parvenu.

Conclusion

46 - Technicolor comptait 58 000 salariés en 2003. Aujourd'hui, le groupe emploie 17 000 personnes, dont à peine 2 000 en France, et s'apprête à tourner la page de son histoire industrielle française en cédant sa dernière usine dans l'Hexagone. À bien des égards, cet itinéraire industriel malheureux a été tracé par les insuffisances de notre droit des entreprises en difficulté. Nous ne pouvons que regretter cela et souhaiter qu'une solution soit rapidement trouvée pour préserver la valeur d'entreprise restante de Technicolor.

47 - Les opérations de *loan to own* sont encore trop rares en France. Pis, elles ne sont observées que dans des cas de « marche forcée » : soit dans le cadre d'une grave crise de liquidité (cas de Desjournères⁵²), soit dans le cadre d'une intervention de l'État par l'intermédiaire du CIRI (cas de Novasep⁵³). Au même titre que l'Italie, l'Espagne et le Portugal, la France n'est dès lors pas perçue comme attractive par les investisseurs pour procéder à de telles opérations de conversion. Les investisseurs susceptibles d'être intéressés par de telles opérations de conversion de dette préfèrent en Europe se limiter au Royaume-Uni, à l'Allemagne, aux Pays-Bas et aux pays scandinaves⁵⁴.

51 Les difficultés d'Eurotunnel étaient, contrairement à Technicolor, essentiellement d'ordre financière et avaient pour origine principale le dépassement des coûts des travaux en raison d'erreurs au départ sur les conditions du financement de la construction du tunnel sous La Manche et un trafic inférieur aux prévisions d'origine.

52 En cas de crise de liquidité imminente, les actionnaires acceptent en principe de renoncer à leur pouvoir de contrôle, pour éviter d'avoir à supporter les conséquences d'une éventuelle liquidation judiciaire. - A. Pietrancosta et S. Vermeille, *Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir ?*, *ibid.*

53 V. S. Vermeille, *Règle de droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... Ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance*, *ibid.*

54 Source : résultat d'entretiens avec les *hedge funds* dont une partie des activités consiste à réaliser des opérations de *loan to own*.

L'augmentation de capital réservée à un nouvel investisseur a donné lieu à surenchère entre deux investisseurs

48 - Dernièrement, des créanciers investisseurs de taille significative ont pourtant réussi à lever à Londres des sommes importantes

pour être en mesure de racheter le moment venu des sociétés en difficulté en Europe. Malheureusement, différents obstacles se dressent face à l'essor d'un marché des fusions-acquisitions de sociétés en difficulté en Europe continentale : un environnement juridique défavorable ainsi que la réticence des établissements bancaires européens à doter des provisions sur des actifs qu'ils savent pourtant dépréciés. En définitive, le marché *distressed* risque d'être l'apanage en Europe continentale de *hedge funds* plus petits, n'ayant aucune intention d'avoir une logique d'actionnaire et déployant des stratégies court-termistes.

49 - Il est important de rappeler que, de manière générale, l'excès d'endettement conduit les actionnaires : 1°) à préférer des investissements excessivement risqués dans l'espoir d'en retirer des gains rapides, sachant qu'en cas d'échec, ils ne supporteront pas la totalité des pertes⁵⁵ et 2°) au sous-financement de projets (y compris de projets rentables) dès lors que les bénéfices reviennent aux seuls créanciers⁵⁶. Les transferts de richesse indus organisés par notre droit au profit des actionnaires et de certaines catégories de créanciers conduisent, par ailleurs, à une augmentation de coût du crédit ou à son rationnement. Les conséquences de tels phénomènes sont particulièrement malvenues dans un contexte du resserrement du crédit provoqué notamment par un changement des règles prudentielles. Par ailleurs, les nombreuses difficultés posées par les TSS dans la restructuration de Technicolor devraient marquer les esprits des émetteurs *corporate*, intéressés par l'émission de produits hybrides afin de réduire le coût de leur capital. Un droit des entreprises en difficulté non efficient est un frein à l'innovation financière utile au financement des entreprises.

50 - La France est isolée sur la scène internationale dans son approche du traitement des difficultés des entreprises. Il est important que notre environnement juridique respecte davantage le

contrat. L'article 1134 de notre Code civil ne prévoit-il pas que « les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui

les ont faites » ? S'affranchir du contrat a un coût pour l'économie et les sociétés concernées en particulier, pour qui la procédure de sauvegarde peut légitimement avoir un effet repoussoir. Les exceptions peuvent être nombreuses, elles doivent être cependant à chaque fois justifiées. Le législateur doit intervenir afin d'éviter les situations d'asymétrie d'information et d'aléa moral, par exemple, lorsque le montant des dommages est tellement important, que la partie fautive ne peut pas matériellement en supporter les conséquences (exemple du dommage systémique). Un rapport déséquilibré entre les parties (les coûts de transaction, c'est-à-dire les frais de conseil, peuvent être trop élevés pour l'une d'entre elles) peut également justifier une intervention du législateur. Le législateur doit encore pouvoir intervenir lorsqu'une des parties peut unilatéralement se libérer de ses obligations ou ne pas tenir compte des droits des tiers lésés, en raison du coût important du procès. En l'espèce, la faveur accordée aux actionnaires et à certains créanciers par le droit des entreprises en difficulté n'est pas justifiée. Cette faveur, qui peut en apparence s'avérer importante à court terme, perd de son attrait à mesure que la valeur d'entreprise de l'emprunteur se déprécie.

51 - Une réponse du législateur dans le contexte présent est particulièrement nécessaire. La dernière réforme en date du droit des entreprises en difficulté, instaurant la procédure de sauvegarde financière accélérée⁵⁷, a permis de corriger certains défauts de la loi introduisant la procédure de sauvegarde, sans pour autant régler les défauts majeurs de notre droit des procédures collectives, faute d'une refonte en profondeur de celui-ci.

52 - La réforme que nous évoquons dans cet article nous semble possible en dépit de notre tradition juridique continentale – comme le montre la réforme récente du droit des entreprises en difficulté allemand⁵⁸.

55 M. Jensen et W. Meckling, *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure* : 3 1976 J. Fin. Econ, p. 305.

56 S. Myers, *Determinants of Corporate borrowing* : 1977, 5 J. Fin. Econ p. 147.

57 L. n° 2010-1249, 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière : JO 23 oct. 2010, p. 18984 ; JCP E 2010, 1957. - La procédure de sauvegarde financière accélérée permet à la société d'obtenir un accord de ses créanciers financiers (portant notamment sur la conversion de la dette en actions) à la majorité qualifiée prévue par le droit des entre-

prises en difficulté, comme si la société était en procédure collective (alors qu'en principe un accord unanime est nécessaire pour réaliser une conversion de la dette en actions durant une négociation amiable). L'objectif est que la société puisse plus rapidement retrouver une structure du bilan adéquate, eu égard à ses perspectives de trésorerie futures. En évitant l'ouverture d'une procédure collective classique, stigmatisante pour la société vis-à-vis de ses fournisseurs et de ses clients, la procédure de sauvegarde financière accélérée présente indéniablement un intérêt du point de

vue de la société, et donc de la grande majorité de ses créanciers. - V. Ph. Roussel Galle, *Premières vues sur la sauvegarde financière accélérée et sur les modifications apportées au droit des entreprises en difficulté par la loi du 22 octobre 2010* : JCP E 2010, 591.

58 Depuis le 1^{er} mars 2012, le droit allemand des entreprises en difficulté permet d'exclure, sous certaines conditions, les associés de sociétés insolubles, en dépit des interrogations soulevées sur la validité d'une telle exclusion au regard des dispositions du droit européen des sociétés et de la Constitution allemande.