

Coup d'accordéon, spoliation et pouvoir de nuisance - Sortons de l'impasse en réconciliant droit et économie

Dans le contexte économique actuel, les entreprises en difficulté doivent pouvoir restructurer leur bilan rapidement tout en respectant les droits des différents investisseurs. Les carences de notre système juridique souvent sourd aux enseignements de l'économie du droit sont pourtant évidentes. La validité du coup d'accordéon nous semble devoir être remise en cause au profit d'une réforme d'ampleur du droit des entreprises en difficulté.



Par Sophie Vermeille,



et Juliette Roquette,
Institut Droit
& Croissance¹

En économie du droit, l'instauration d'une procédure collective par la loi ne doit être qu'un instrument de nature à faciliter la négociation entre les créanciers et le débiteur, permettant ainsi de réallouer les actions et les créances sur la société débitrice dans le prolongement des conventions passées². La procédure collective a pour seule fonction de permettre aux parties de faire l'économie de devoir écrire, par avance de manière précise, les conséquences de la dégradation de la situation financière de la société débitrice sur leurs droits (en particulier la modification de la répartition des flux de trésorerie et corrélativement du transfert du contrôle), tâche impossible compte tenu du nombre infini de situations dans lesquelles une société peut défaillir et de l'impossibilité pour tous les créanciers de contracter par avance entre eux.

Schématiquement, la gouvernance des sociétés en difficulté est soumise à un double enjeu :

- Un enjeu d'allocation de pouvoirs, qui permet de désigner la ou les classes d'agents –actionnaires, créanciers ou juges – amenés à exercer un contrôle sur l'entreprise et donc à se prononcer sur les mesures de restructuration à adopter ;

- Un enjeu de coordination, qui correspond aux conditions – majorité simple, qualifiée ou unanimité – dans lesquelles la ou les classes désignées sont appelées à prendre le contrôle.

La résolution de l'un et l'autre de ces enjeux devrait être aiguillée par la valorisation de la société qui, dans une perspective économique, constitue le déterminant essentiel des droits des agents en présence. L'allocation des pouvoirs devrait ainsi être cohérente avec la répartition du risque économique de l'activité pour échoir à la classe d'agents dont les intérêts sont les plus alignés avec ceux de l'entreprise, conformément à l'esprit des conventions passées entre la société débitrice et ses créanciers. Aussi longtemps que la valeur des actions est supé-

rieure à zéro, ce sont les actionnaires, puisqu'ils supportent la perte marginale. Une fois la valeur des actions inférieure à zéro, seuls les créanciers supportent la perte marginale – les actionnaires ayant, d'une certaine manière, déjà tout perdu³. Transférer le contrôle aux créanciers est alors logique afin qu'il soit fait le meilleur usage possible des ressources de l'entreprise.

D'où il suit que :

1. Tant que la société est solvable, c'est-à-dire que la valeur d'entreprise de la société est supérieure à la somme de ses dettes, les actionnaires demeurent les propriétaires résiduels. Partant, le droit des sociétés ne devrait pas permettre l'expropriation des actionnaires minoritaires et des porteurs de valeurs mobilières composées sans leur consentement. C'est pourtant précisément ce qu'autorise le droit français dans le cadre d'une opération de réduction du capital à zéro, suivie d'une reconstitution du capital, baptisée «coup d'accordéon», sur le fondement d'une valorisation à l'actif net comptable potentiellement inférieure à la valeur d'entreprise réelle de la société débitrice, la Cour de cassation ayant approuvé l'opération même en cas de suppression du droit préférentiel de souscription⁴. L'évolution de l'économie rend en effet partiellement obsolète la valorisation à l'actif net comptable privilégiée par la Cour de cassation pour les besoins du contrôle a posteriori des opérations de coup d'accordéon⁵. Elle est d'une part inadaptée à une économie d'innovation marquée par l'essor des actifs incorporels et le poids grandissant du capital humain. Elle est d'autre part susceptible d'erreurs en raison du principe de prudence. Elle est enfin inadaptée dans les groupes de sociétés dans la mesure où elle prend seulement en compte les comptes sociaux de la société tête de groupe et non les comptes consolidés. Dans ces conditions, il est à craindre que la méthode de l'actif net comptable ne sous-valorise l'entreprise, aboutis-

sant à la spoliation injustifiée des actionnaires et à un dépassement des compétences de l'assemblée générale extraordinaire⁶.

2. Une fois la société insolvable, ce sont les créanciers qui en deviennent les propriétaires résiduels. Le droit des procédures collectives devrait prendre le relais du droit des sociétés afin de traduire cette réalité économique par la déchéance forcée, sous le contrôle du juge en amont (et non a posteriori), des droits des actionnaires au profit de certains créanciers dès lors que la valeur d'entreprise est inférieure à son niveau de dette. En violation de l'esprit des conventions initialement passées et donc à rebours de la théorie économique, le droit français n'autorise pas ce transfert, préférant perturber l'allocation naturelle des droits de propriété de la société dans l'espoir de pouvoir davantage ainsi préserver les emplois.

Reste à préciser le pivot de cette distinction entre société solvable et société insolvable, soit une méthode de valorisation de la société plus adaptée à l'évolution de l'économie.

Ce n'est que si le montant de la dette est supérieur à la valeur d'entreprise, déterminée sur le fondement d'une actualisation des flux de trésorerie futurs, que la valeur réelle des actions est égale à zéro, la société étant alors en situation d'insolvabilité. L'incertitude inhérente à toute prévision semble être la contrepartie nécessaire d'une évaluation de l'entreprise davantage conforme à sa réalité financière.

L'affaire Uniross, dans laquelle la Cour de cassation a reconnu un droit de vote aux porteurs d'obligations remboursables en actions sur un «coup d'accordéon⁷», s'interprète différemment à la lumière de ces enseignements. La société était en l'espèce placée en procédure de sauvegarde.

Dans cette affaire, il faut comprendre que les porteurs d'ORA y étaient à la fois créanciers chirographaires au titre des intérêts dus par la société et futurs actionnaires au titre de la conversion automatique de leurs obligations en actions à échéance selon les clauses prévues au contrat d'émission. Partant, de deux choses l'une :

- Soit la valeur actualisée des flux de trésorerie future d'Uniross était supérieure à sa dette (le principal des ORA, contrairement aux OC, étant comptabilisé comme fonds propres), et il était légitime de permettre aux porteurs d'ORA comme aux actionnaires de se prononcer sur leur propre exclusion en votant l'opération de coup d'accordéon dans le cadre du plan de sauvegarde. De ce point de vue, la solution retenue par la Cour de cassation au regard du droit des sociétés (et

non du droit des procédures collectives) doit être partiellement approuvée.

- Soit la société était insolvable et il eût été préférable de dispenser d'une consultation superflue des actionnaires comme des porteurs d'ORA, car déchés sous le contrôle du juge de la procédure collective de leurs droits politiques, ces derniers ne votant alors l'approbation du plan qu'éventuellement en qualité de créanciers au titre des seuls intérêts.

Compte tenu du caractère probablement insolvable d'Uniross à l'époque des faits, le placement en procédure de sauvegarde de la société justifiait que les porteurs d'ORA ne soient pas consultés en tant que futurs actionnaires et l'application du droit des sociétés devait être écartée. On ne peut dès lors que regretter le sens de l'arrêt commenté, tout en concédant que la Haute juridiction judiciaire n'était ni saisie de la question ni, sans doute, compétente, au regard de la rédaction des textes actuels, pour en décider ainsi.

Quant à l'enjeu de coordination, il ne fait pas débat qu'un vote à la majorité qualifiée de la classe des agents désignée pour voter la restructuration est justifiée en procédure collective pour mettre fin à l'usage éventuel de leurs pouvoirs de nuisance par les minoritaires. Il en va différemment, en dehors de la procédure collective. Pour que le coup d'accordéon cesse par contre d'être un moyen pratique d'évincer les minoritaires, une telle décision mériterait d'être prise à l'unanimité des actionnaires comme des porteurs de valeurs mobilières composées. Or, dans l'arrêt Uniross, la Cour de cassation semble inviter l'assemblée spéciale à se prononcer sur l'opération de «coup d'accordéon», en incohérence manifeste avec les autres règles du droit des sociétés qui interdisent par ailleurs l'approbation des conversions de dette en actions par les assemblées spéciales à la majorité renforcée⁸.

Par la solution qu'elle pose et les questions qu'elle soulève, l'affaire Uniross révèle ainsi les incohérences générées en droit français par l'hermétisme du droit des sociétés et du droit des procédures collectives. Tandis que la technique du «coup d'accordéon» peut permettre la spoliation injustifiée des actionnaires minoritaires et des porteurs de valeurs mobilières composées, le droit des procédures collectives ne permet pas la déchéance forcée de leurs droits sous le contrôle du juge, lorsque pourtant elle serait indispensable à la réallocation efficiente des actifs de l'entreprise. Dans cette perspective, l'arrêt de la Cour de cassation ne rend que plus urgente la nécessaire réforme du droit des procédures collectives. ■

1. Une version longue de cet article est à paraître.

2. V. Ph. Aghion, P. Bolton, «An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting», *The Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 3 (Jul., 1992), pp. 473-494.

3. S. Vermeille et T. François, Le «Feuilleton Technicolor» : et si rien n'était vraiment réglé ?, *JCP E* 2012, n° 40, p. 18.

4. V. Cass. com., 18 juin 2002, n° 99-11.999, Adam et a. c/ SA l'Army : *JurisData* n° 2002-014876.

5. Dans le cadre de contestations par les minoritaires sur le fondement de l'abus de majorité ou de la fraude, voir par ex. l'arrêt l'Army précité.

6. Le risque de spoliation des minoritaires est loin d'être théorique dans les opérations de venture capital dans lesquels par essence, les pourvoyeurs de capitaux achètent une idée plutôt qu'un bilan.

7. Cass. com., 10 juillet 2012, pourvoi n° 11-22898, FS-P+B.

8. L'Article L228-65 du Code de commerce délimite strictement les pouvoirs de l'assemblée spéciale des obligataires.