

L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse

Sophie Vermeille¹

Régis Bourgueil

Adrien Bezert

Institut Droit & Croissance/*Rules for Growth*²

Table des Matières

Partie I : Le plan de sauvegarde

A. Faits

B. Interprétation

1. Causes théoriques de l'échec du plan de sauvegarde de Belvédère

1.1. Procédure collective et analyse économique du droit (Law & Economics)

1.2. La finalité française de la procédure collective

2. Conséquences pratiques

2.1 Un plan inévitablement irréaliste

2.2 La résolution inévitable du plan de sauvegarde

Partie II : Le plan de redressement

A. Faits

B. Interprétation

1. Défaillances de la loi et destructions de valeur

1.1 Un transfert du contrôle trop tardif

1.2 Un démantèlement du groupe évité

2. Défaillances de la loi et transferts de richesse indus

2.1. Violation des rangs de priorité entre investisseurs par l'effet du droit des entreprises en difficulté

2.2. Conséquences du non-respect des rangs de priorité

Partie III : Un droit des entreprises en difficulté efficace et compatible avec la culture française

A. Une atteinte acceptable aux droits de propriété des actionnaires

1. Modélisation de l'atteinte aux droits de propriété des actionnaires

2. Une atteinte aux droits de propriété des actionnaires efficace

3. Une atteinte aux droits des actionnaires proportionnée et assortie de garanties procédurales

B. Une prise en compte mesurée des considérations d'ordre moral

C. Une approche économique aux effets induit ex ante bénéfiques

1. L'amélioration de l'accès au financement de l'entreprise

2. Le développement du marché du retournement

3. Le traitement en amont des difficultés

Conclusion

1 Les vues exprimées dans le présent article sont exclusivement celles de leurs auteurs. Ceux-ci certifient qu'il n'existe aucune relation entre eux et des organismes financiers ou le Groupe Belvédère susceptible d'influencer d'une manière ou d'une autre le contenu des vues exprimées ici présent. Remerciements à Olivier Jouffroy, Marie Koehl, Frank-Adrien Papon, Juliette Roquette, Aude Salord, membres de Droit & Croissance pour leur précieuse contribution à la rédaction. Remerciements également 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 : Bruno Deffains, Jacques Delpla, Jean-Luc Vallens, Philippe Brunswick et Laurent Assaya.

2 Droit & Croissance (*Rules for Growth*) est un institut apolitique ayant pour mission de réaliser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance afin d'interpeler les pouvoirs publics et les membres de la société civile : a) sur l'importance de la règle de droit, comme instrument au service de la croissance, ainsi que b) sur le lien à établir entre le retard de la recherche universitaire française aux croisements du droit, de l'économie et de la finance et la relative inadéquation de notre système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance. Droit & Croissance s'est ainsi fixé pour objectif de contribuer concrètement à l'amélioration de l'attractivité de notre système juridique : x) en servant de passerelle entre les différents acteurs impliqués principalement dans le domaine du droit et de la finance, afin de réduire les asymétries d'information, y) en aidant à la création de bases de données quantitatives pour faciliter le travail des chercheurs ainsi qu'z) en établissant des liens entre les centres de recherche français d'une part et les centres européens et nord-américains d'autre part. Droit & Croissance a besoin de soutiens financiers et scientifiques afin de pouvoir rester indépendant. Site web : www.droitetcroissance.fr.

Belvédère : Plate-forme [...] qui constitue un point de vue remarquable pour découvrir un paysage³.

Que retenir de l'affaire Belvédère ? En juin 2008, la violation par les dirigeants du groupe Belvédère de certains engagements pris vis-à-vis des prêteurs (covenants) était divulguée au marché, entraînant un effondrement du cours de sa dette. Le 20 mars 2013, le tribunal de commerce de Dijon se prononçait sur le plan de continuation de Belvédère. Entretemps, cinq années se sont écoulées. Au cours de cette période, se sont succédées deux procédures collectives de longue durée, entrecoupées de contentieux judiciaires multiples. L'homologation du plan de continuation, prévoyant le transfert du contrôle de la société aux mains de ses principaux créanciers, pourrait clore, il faut l'espérer, la saga Belvédère.

Cette saga est perçue par certains comme une exception à partir de laquelle, il convient de ne pas extrapoler. Les circonstances de l'espèce – en particulier la personnalité des anciens dirigeants du groupe – seraient trop pittoresques. L'affaire Belvédère n'en reste pas moins un cas d'école. Elle illustre les défauts du droit français des procédures collectives qui s'avère inadapté à l'évolution de l'économie et de la finance.

Au niveau international, il existe, parmi les économistes, un large consensus autour de l'idée que les finalités de la procédure collective devraient être la maximisation de la valeur des actifs de l'entreprise défaillante et le respect de l'ordre de priorité des paiements et des pertes entre les différentes catégories d'investisseurs. Faisant figure d'exception, le droit des entreprises en difficulté français se fixe comme premier objectif la préservation des emplois. Cet objectif se traduit en pratique par un souci de préserver l'entité juridique – plutôt que l'activité de production de biens ou de services – et, par voie de conséquence, les dirigeants en place. Cette erreur dans le choix de la finalité principale de la norme produit des effets contre-productifs. Comme l'illustre l'affaire Belvédère, notre droit des entreprises en difficulté empêche les sociétés de se désendetter dans des proportions suffisantes, à brefs délais. Il compromet le redressement des entreprises fragiles et, à terme, fragilise l'emploi.

Le droit des entreprises en difficulté devrait plutôt permettre le transfert du contrôle de l'entreprise bien avant l'état de cessation des paiements, le cas échéant, contre le gré des actionnaires. Seule cette mesure radicale est susceptible de permettre le désendettement suffisant de la société défaillante. L'atteinte aux droits de propriété des actionnaires serait acceptable, à partir du moment où la valeur de leurs droits apparaîtrait comme négligeable au moment de la perte du contrôle. L'éviction des actionnaires serait alors proportionnée et serait en outre entourée de garanties procédurales.

La chute de Lehman Brothers a mis fin à la plus grande bulle financière qu'ait connue notre histoire. Durant la période 2003-2007, la relative faiblesse du coût du crédit a fait baisser les rendements, encourageant les investisseurs à prendre de plus en plus de risque. Les modalités de financement de l'acquisition de Marie-Brizard par le groupe Belvédère, au moyen de prêts remboursables in fine, en est l'illustration.

Face à l'augmentation générale du niveau d'endettement des entreprises en France, et plus généralement en Europe, notre système juridique doit s'adapter. Il n'est plus possible de se contenter de simples mesures conduisant à étendre la durée de

maturité des prêts. Des restructurations profondes et ordonnées des bilans sont désormais nécessaires. A défaut, comme le Japon dans les années 90, la France risque de connaître une « Décennie Perdue »

Entre avancées et manquements, retour sur une affaire qui s'avère être, tel un belvédère, un point de vue remarquable des procédures collectives françaises.

* * *

1. Le contenu et les conditions d'approbation du plan de sauvegarde (Partie I) ainsi que du plan de redressement judiciaire (Partie II) seront successivement analysés. Les principes directeurs de la procédure collective en droit français seront critiqués à la lumière des recommandations des économistes en la matière. La dernière partie portera sur les conséquences plus générales de l'adoption d'une approche davantage économique du traitement des défaillances (Partie III).

Partie I : Le plan de sauvegarde

2. L'affaire Belvédère permet d'illustrer les défauts de la procédure de sauvegarde en droit français. Un retour sur les faits à l'origine de l'ouverture de la première procédure de sauvegarde (A) permet de mieux comprendre les causes d'un plan de sauvegarde irréaliste qui entraîneront sa résolution (B).

A. Faits

3. Depuis 2001, la société Belvédère S.A. (ci-après « Belvédère ») s'est lancée dans une vague d'acquisitions lui ayant permis de faire passer son chiffre d'affaires de 162 millions d'euros en 2001 à 1 185 millions d'euros en 2008, date à laquelle le groupe connaît ses premières difficultés financières. Le point d'orgue de cette expansion est atteint le 13 avril 2006 lorsque Belvédère acquiert la société Marie Brizard & Roger International (ci-après « Marie Brizard ») pour un montant total de 465 millions d'euros. L'opération doit à l'époque permettre à Belvédère de tripler son chiffre d'affaires. Dans un contexte macroéconomique marqué par l'abondance de l'offre de crédit à faible coût, Belvédère parvient à financer sa croissance externe au moyen d'un prêt relais et d'un financement obligataire de droit français, d'un montant brut de 160 millions d'euros, sous la forme d'obligations subordonnées à bons de souscriptions en actions remboursables (OBSAR) à intérêt capitalisé (« Pay-in-kind » – PIK), remboursables en une seule fois en 2014⁴. Le 24 mai 2006, en partie pour les besoins du remboursement du prêt relais et du refinancement de la dette de certaines de ses filiales, Belvédère réalise une émission obligataire de droit new-yorkais⁵ à taux variable (« Floating Rate Note » – « FRN »), pour un montant total de 375 millions d'euros, également remboursable en une seule fois, en 2013. Sept filiales de Belvédère se portent garantes d'une quote-part de l'émission obligataire afin d'apporter des garanties supplémentaires aux investisseurs. La succursale londonienne de Bank of New York, devenue par la suite, société The Bank

3 Dictionnaire de l'Académie française.

4 AMF, note d'opération 06-068, 9 mars 2006, BALO, 15 mars 2006.

5 Soumettre le contrat d'émission obligataire « high yield » au droit new-yorkais est l'usage, même pour les émetteurs français, compte tenu de l'expérience avérée des juridictions de l'État de New York dans l'interprétation des clauses particulières de ce type de contrats.

of New York Mellon, est désignée en qualité de représentant (*trustee*)⁶ des obligataires.

4. En juin 2008, les agences de notation Moody's et Standard & Poor's revoient la notation de Belvédère⁷ à la baisse au vu de ses résultats décevants et des réserves émises par ses commissaires aux comptes sur les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2007. Belvédère est soupçonnée de ne pas avoir respecté certains de ses engagements restrictifs (*negative covenants*) pris au titre du contrat d'émission des obligations FRN. La violation par les dirigeants fondateurs de la loi⁸, ainsi que des engagements contractuels pris par la société Belvédère en faveur des créanciers FRN est confirmée. Ceux-ci ont fait racheter par plusieurs entités du groupe des actions Belvédère, initialement détenues par le premier actionnaire de Belvédère (détenteur de 62 % du capital), le conglomérat CL Financial Ltd, au-dessus des plafonds de décaissement autorisés⁹.

5. De surcroît, les comptes de Belvédère établis au 31 décembre 2007 font ressortir un EBITDA (« *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* ») de 39,1 millions d'euros, un niveau bien inférieur aux 65 millions d'euros prévus dans le plan d'affaires de la société¹⁰. Le cours de l'action Belvédère, tout comme le prix des obligations FRN sur le marché secondaire de gré à gré, s'effondre à l'annonce de la dégradation de la notation de la société et de la violation des engagements restrictifs. Plusieurs fonds alternatifs dits « *distressed* », spécialisés sur le segment des entreprises en difficultés, se portent acquéreurs d'une part significative des obligations FRN.

6. Le niveau d'endettement du groupe est jugé disproportionné par les fonds d'investissement, au regard de ses résultats opérationnels. Belvédère est en effet endettée à hauteur de 562,2 millions d'euros, dont 412,4 millions d'euros au titre de la dette FRN restant due et 109,2 millions d'euros au titre de l'emprunt OBSAR. Les fonds d'investissement espèrent pouvoir forcer les dirigeants de Belvédère à restructurer le bilan du groupe bien en amont de la date de remboursement de la dette FRN prévue en 2013. La violation par Belvédère de ses engagements contractuels doit pouvoir leur permettre d'exercer leur influence sur les dirigeants de leur débiteur, en raison du pouvoir de demander le remboursement anticipé de la dette FRN dont ils disposent.

7. La direction de Belvédère se refuse cependant à présenter un plan précis permettant de réduire le niveau d'endettement

6 Sur ce sujet, v. not. VAMPARYS X., note sous CA. Dijon, 21 sept. 2010, RG n°09/02078, Bull. Joly Soc. 2010, p. 1003.

7 La notation de Belvédère passe de B2 à Caa1 chez Moody's et de B à B- chez Standard & Poor's.

8 L'article L. 225-209 du Code de commerce limite à 10 %, le nombre d'actions qu'une société côté peut, directement ou indirectement, acheter.

9 Il est alors établi que Belvédère a dépassé les plafonds d'autorisation de décaissement fixés dans le contrat d'émission des obligations FRN afin de protéger les droits des obligataires, pour un montant d'environ 26 millions d'euros au 31 décembre 2007, puis d'environ 12 millions d'euros supplémentaires au 31 mars 2008. Ces opérations de gré à gré avaient pour but de mettre fin au litige opposant les dirigeants fondateurs de Belvédère à CL Financial Ltd, premier actionnaire du groupe. Le litige, qui existait depuis l'entrée du conglomérat CL Financial Ltd au capital de Belvédère en 2006, portait sur le contrôle du groupe. Les dirigeants fondateurs prétendaient, via une société holding intermédiaire située entre Belvédère et ses principaux actionnaires, pouvoir être seuls aux commandes du groupe Belvédère. Les fondateurs ne détenaient pourtant indirectement que 22 % du capital social de la société, et CL Financial Ltd, 62 %.

10 Communiqué de la société Belvédère S.A. du 24 septembre 2007.

du groupe. En dépit de la dégradation de ses résultats opérationnels, la direction du groupe confirme son objectif d'atteindre 60 millions d'euros d'EBITDA pour l'exercice clos au 31 décembre 2008¹¹. Les discussions entre les fonds d'investissement et la direction de Belvédère menant à une impasse, celle-ci demande et obtient le 16 juillet 2008, l'ouverture d'une procédure sauvegarde auprès du tribunal de commerce de Beaune¹² pour Belvédère et ses filiales garantes de l'emprunt. Les fonds d'investissement contestent cette ouverture considérant que le placement en procédure de sauvegarde est abusif, en l'absence de négociations véritablement sérieuses entre la direction de Belvédère et ses créanciers¹³. Leur tierce opposition est rejetée par le tribunal de commerce de Beaune le 24 octobre 2008¹⁴. Cette décision sera confirmée par la Cour d'appel de Dijon le 30 juin 2009. Pendant ce temps, la période d'observation est prolongée au début de l'année 2009, puis à nouveau en juin de la même année.

8. La direction du groupe annonce en mars 2009¹⁵ qu'elle considère que les obligations FRN ne doivent pas être prises en compte dans le calcul du passif. La déclaration de créances des porteurs obligataires réalisée par le *trustee* de droit américain serait jugée irrecevable du point de vue de la direction de Belvédère, le *trustee* n'ayant pas, au regard du droit français, la capacité de représenter les obligataires à cette fin. La justice française fait néanmoins droit aux prétentions du *trustee* et finira par lui reconnaître, après une longue procédure, la capacité de déclarer les créances des obligataires à la procédure¹⁶.

9. La période d'observation de Belvédère est prolongée jusqu'au 16 janvier 2010, soit dix-huit mois après son ouverture. Parallèlement, la situation financière de Belvédère continue de se dégrader. L'EBITDA réalisé à la fin l'année 2008 est égal à 23,5 millions d'euros contre 39,1 millions d'euros au 31 décembre 2007, au lieu des 60 millions d'euros initialement prévus dans le plan d'affaires.

10. Les fonds d'investissement, détenteurs de la dette FRN, se réunissent au sein d'un comité des obligataires¹⁷ et rendent publique leur proposition visant à réduire immédiatement le montant de la dette FRN à hauteur de 200 millions d'euros, sous la forme d'un remboursement à la fois en numéraire et

11 Communiqué de la société Belvédère S.A. du 18 juillet 2008.

12 Décret n°2008-146 du 15 février 2008 modifiant le siège et le ressort des tribunaux de commerce. La réforme de la carte judiciaire a conduit à supprimer le tribunal de commerce de Beaune et à rattacher les contentieux qui lui étaient dévolus au tribunal de commerce de Dijon.

13 Les créanciers font également valoir que le centre des intérêts principaux de certaines filiales de Belvédère sont en Pologne, contestant ainsi la compétence du tribunal de Beaune.

14 T. com. Beaune, 24 oct. 2008, n°2008001673.

15 Communiqué de la société Belvédère S.A. du 14 mars 2009.

16 Le 21 septembre 2010, la cour d'appel de Dijon (CA Dijon, 21 septembre 2010, RG n°09/02078, 09/02080 et 09/02082) confirme plusieurs ordonnances du juge-commissaire (rendues du 15 décembre 2009 au 9 mars 2010) reconnaissant la validité de la demande formulée par le *trustee* et les agents de sûreté en ce qui concerne l'admission des créances FRN aux passifs de Belvédère, Marie Brizard et six filiales polonaises. L'arrêt de la cour d'appel de Dijon sera lui-même confirmé par un arrêt de la Cour de cassation (Cass. com., 13 septembre 2011, pourvois n°10-25.533, 10-25.731 et 10-25.908). V. également les références citées sous la note n°3.

17 Ce comité regroupe notamment Liverpool Limited Partnership, Elliot International LP, Oaktree Capital, Farallon Capital, Pioneer, Octavian et Dazbog.

en actions. Il est ainsi proposé selon les informations parues dans la presse¹⁸ :

- ◆ que la dette FRN fasse l'objet d'un remboursement partiel en numéraire grâce au produit de la vente d'actifs non stratégiques et à l'utilisation d'une partie de la trésorerie du groupe ;
- ◆ qu'une partie de la dette FRN soit convertie en actions, dans des proportions permettant aux créanciers FRN de devenir majoritaires au sein du groupe ;
- ◆ le refinancement à hauteur de 75 millions de la quote-part restant de l'emprunt obligataire.

11. La proposition des fonds d'investissement ne prévoit pas de restructurer la dette subordonnée (OBSAR). Les dirigeants-actionnaires de Belvédère rejettent le plan proposé par les porteurs de FRN, jugeant qu'il conduit à une dilution excessive des actionnaires. La direction de Belvédère dénonce par ailleurs le comportement de prédateur d'un des fonds d'investissement en particulier, Oaktree Capital, également propriétaire d'un des principaux concurrents de Belvédère en Pologne, la société Stock Spirits.

12. Le plan de sauvegarde présenté par la direction de Belvédère est homologué par le tribunal de commerce de Dijon le 10 novembre 2009¹⁹, en dépit de l'opposition des principaux créanciers du groupe et de l'écart entre les prévisions d'EBITDA de la direction et l'historique des résultats de Belvédère et ses filiales. Le plan de sauvegarde est en effet établi sur la base d'un EBITDA prévisionnel à fin 2009 d'un montant égal à 50 millions d'euros et de 63 millions d'euros à fin 2010.

13. Afin de crédibiliser le paiement de la dette financière, le plan prévoit également :

- ◆ le rééchelonnement de la dette de Belvédère sur dix ans (soit 2019) ;
- ◆ la cession de Marie Brizard, actif considéré comme stratégique, avant le 30 juin 2010 à un prix qui ne peut être inférieur à 235 millions d'euros ;
- ◆ la vente d'actifs non stratégiques situés en Pologne, avant le 10 novembre 2010, à un prix qui ne peut être inférieur à 67,7 millions d'euros ;
- ◆ la cession des actions Belvédère achetées par le groupe, notamment dans le cadre de la cession par le conglomérat CL Financial Ltd de ses actions Belvédère, pour un prix de 60,6 millions d'euros, correspondant au prix d'acquisition desdits titres et ce, avant le 30 juin 2010 ;
- ◆ l'émission sur le marché d'obligations remboursables en action (ORAs) d'un montant égal à 75 millions d'euros, avant le 30 juin 2010.

14. Dès la date de versement de la première échéance de remboursement de la dette financière, en novembre 2010, la société ne respecte pas les engagements pris aux termes du plan de sauvegarde. La société ne verse qu'une somme d'environ 22,6 millions d'euros en séquestre sur le compte du com-

missaire à l'exécution du plan, au lieu des 41 millions d'euros initialement prévus. A cette date, le groupe n'a toujours pas cédé Marie Brizard, ni réalisé d'émission obligataire.

15. Le 4 avril 2011, le tribunal de commerce de Dijon prononce la résolution²⁰ du plan de sauvegarde sans pour autant prononcer l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire²¹. L'état de cessation des paiements n'est pas caractérisé, du point de vue du tribunal, du seul fait que Belvédère n'a pas respecté les échéances de remboursement du plan. Le 7 juin 2011, la Cour d'appel de Dijon confirme la résolution du plan²².

B. Interprétation

16. L'objet de la première partie de cet article, consacrée à la procédure de sauvegarde de Belvédère, est de démontrer, qu'en l'état du droit, le tribunal de commerce de Dijon n'avait pas d'autre choix que d'homologuer un plan irréaliste, à l'issue d'une période d'observation particulièrement longue (dix-huit mois) (2). Les causes de l'échec du plan de sauvegarde sont en effet essentiellement liées aux défauts d'orientation de la loi (1).

1. Causes théoriques de l'échec du plan de sauvegarde de Belvédère

17. Comprendre les raisons pour lesquelles la procédure de sauvegarde n'a pas permis à Belvédère de mettre fin à ses difficultés financières nécessite de s'interroger sur la finalité donnée par le législateur à la procédure collective. Les rédacteurs des lois françaises relatives à la procédure collective ont développé, à partir de 1985, une approche singulière du traitement de la défaillance, en plaçant l'intérêt des salariés au premier rang des priorités (1.2). La décision du législateur s'écarte des recommandations de la majorité des économistes en la matière (1.1). Ceci explique bon nombre des difficultés auxquelles sont confrontées les parties prenantes dans les procédures de restructuration (procédure de sauvegarde, comme de redressement judiciaire).

20 L'intensité de l'effet rétroactif de la résolution d'un plan de sauvegarde ou de redressement est strictement encadrée et ne correspond pas à celui attaché, par le droit commun des obligations, à la résolution d'un contrat. Les conséquences de la résolution d'un plan de sauvegarde ne sont pas encore clairement définies. Le législateur a simplement précisé que les créanciers soumis à ce plan sont dispensés de déclarer leurs créances et sûretés et que les créances inscrites à ce plan sont admises de plein droit, déduction faite des sommes déjà perçues (article L. 626-27, III° du Code de commerce). La jurisprudence est pour sa part venue confirmer le pouvoir qu'ont les juges du fond de venir limiter les effets de cette résolution, en maintenant des actes accomplis en exécution du plan et l'absence d'effet rétroactif de la résolution sur les licenciements notifiés par l'administrateur judiciaire (Cass. soc., 9 juin 2008, pourvois n° 06-40.915 à n° 06-40.924.) V. not., LE CORRE P.-M., *Droit et pratique des procédures collectives*, Dalloz Action, 2012/2013, n°524-32, p. 1103 ; VINCKEL F., *Plan de sauvegarde : exécution*, Fasc. 2610, JurisClasseur Procédures collectives, 1^{er} juin 2010, n°153 et s. ; REMERY J.-P., *Les résolutions de plans dans le droit des entreprises en difficulté*, JCP éd. G, n°45, 2 nov. 2009, 406.

21 T. com. Dijon, 4 avril 2011, RG 2011/170.

22 CA Dijon, Ch. civile 01, 07 juin 2011, RG n°11/00710, n°11/00711 et n°11/00712.

18 <http://www.wbj.pl/article-45480-belvedere-continues-to-fight-hostile-takeover.html>

19 T. com. Dijon, 10 nov. 2009, RG n°2009-006424.

1.1. Procédure collective et analyse économique du droit (*Law & Economics*)

L'efficacité « ex post » et l'efficacité « ex ante » de la procédure collective

18. Pour les économistes, la procédure collective est efficace *ex post*, si elle permet de maximiser la valeur des actifs de la société en difficulté. De ce point de vue, la procédure collective devrait alors avoir pour finalité de permettre l'arrêt d'activité de sociétés non viables (c'est-à-dire insusceptibles de générer un résultat opérationnel positif) afin que leurs actifs soient mieux réutilisés ailleurs. Inversement, la procédure collective devrait faciliter la poursuite de l'activité de sociétés viables et donc profitables²³. Se préoccuper de l'efficacité *ex post*, revient à se préoccuper de la taille du « gâteau ».

19. Par opposition, se préoccuper de l'efficacité *ex ante*, revient à se préoccuper de la répartition des parts de ce même « gâteau » entre les différentes parties prenantes (créanciers, salariés et actionnaires). La procédure collective est dite efficace *ex ante*, si elle permet aux entreprises de trouver des financements pour leurs projets utiles à la société. Or, le non respect des droits initiaux des différentes parties, en particulier des droits des créanciers, en procédure collective, peut conduire à un rationnement du crédit empêchant la naissance de projets créateurs de valeur pour la collectivité. L'efficacité *ex ante* suppose le strict respect de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes entre les différentes catégories d'investisseurs. Cet ordre, est déterminé au moment de l'ouverture de la procédure collective, en fonction des conventions de subordination²⁴ et des sûretés réelles grevant les actifs du débiteur.

20. La recherche de l'efficacité *ex post* est susceptible d'être incompatible avec la recherche de l'efficacité *ex ante*. Par exemple, la règle de l'arrêt des poursuites individuelles est efficace *ex post* car elle présente l'intérêt de réduire la tentation des créanciers de se lancer dans une course aux actifs susceptibles d'entraîner des destructions de valeur inutiles lorsque la société est viable. Cette règle nuit cependant en particulier aux droits des créanciers titulaires de sûretés spécifiques sur certains actifs de leur débiteur et peut donc être inefficace *ex ante*²⁵. Pour les sociétés souffrant de difficultés très importantes d'accès au financement, il peut être souhai-

table que l'arrêt des poursuites ne soit pas opposable aux créanciers titulaires de sûretés, en dépit du fait que laisser les créanciers exercer leurs sûretés soit susceptible de conduire à la liquidation avec arrêt de l'activité de sociétés viables.

21. A l'inverse, pour les sociétés de taille significative qui ne souffrent initialement pas d'un problème d'accès au financement, à l'instar du groupe Belvédère, l'efficacité *ex post* peut primer sur l'efficacité *ex ante*, sous réserve que les atteintes à l'ordre de priorité soient marginales²⁶. Pour ce type de sociétés, le bénéfice de l'arrêt des poursuites individuelles est plus grand que l'inconvénient que présente la règle de l'arrêt des poursuites (susceptible d'entraîner une hausse du coût du capital).

Une procédure collective à la fois efficace ex post et ex ante suppose le transfert du contrôle de la société insolvable entre les mains des créanciers « résiduels »

22. Une procédure collective à la fois efficace *ex post* et *ex ante* pour les entreprises de taille significative se traduit de cette manière : Lorsque la société est viable, la procédure collective devrait permettre aux parties de s'accorder sur un plan de restructuration. Ce plan devrait tenir compte du montant du passif de la société et de sa valeur d'entreprise, déterminée principalement en fonction d'une actualisation de ses flux futurs de trésorerie. Lorsque la valeur d'entreprise retenue est inférieure au montant du passif, le plan de restructuration proposé par les dirigeants de la société, à défaut par les créanciers, devrait prévoir un transfert du contrôle de la société insolvable²⁷. Ce transfert du contrôle permettrait de réduire les coûts de détresse financière que subit la société, bien en amont de la date initiale de paiement des créances²⁸.

.....
sant uniquement sur des mécanismes individuels de collecte de créances est donc rédhitoire pour ce type de créanciers. De plus, tous les créanciers auraient intérêt à étroitement surveiller leur débiteur afin de détecter les signes de difficultés financières le plus tôt possible afin d'être dans une position favorable pour se lancer dans la course au paiement. Le coût de la surveillance serait inutilement dupliqué.

26 Lorsque les sociétés souffrent d'un grave accès au financement, ce qui est le cas des petites entreprises, il est souhaitable que la finalité première de la procédure collective soit d'être efficace *ex ante*, pour cette raison, certains auteurs recommandent qu'il n'y ait pas d'arrêt des poursuites pour les très petites entreprises. V. not., PLANTIN G., THESMAR D., TIROLE J., *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op. cit.

27 Dans cet article, l'adjectif « insolvable » est utilisé pour les sociétés qui ne sont pas en mesure de payer leur dette à leur échéance, compte tenu de leurs perspectives de trésorerie futures. Une société peut donc être insolvable sans être dans un état de cessation des paiements. Cf. § 68.

28 Les coûts de détresse financière sont l'ensemble des coûts directs et indirects liés à l'augmentation du risque de défaut du débiteur. Ainsi, la situation d'excès d'endettement (i) détourne l'attention des dirigeants et des salariés de l'activité opérationnelle pendant la durée des négociations avec leurs créanciers, (ii) incite au départ des employés les plus performants et rend plus difficile le recrutement de nouveaux employés (iii) empêche le financement de projets créateurs de valeur (iv) aggrave les effets de chocs externes (par exemple, les effets des grèves des transports publics, des catastrophes naturelles, de soulèvements politiques à l'étranger où la société exerce une activité, etc.), (v) nuit au maintien de bonnes relations avec les tiers, à commencer par les fournisseurs et les clients de la société, (vi) encourage l'entrée de nouveaux concurrents et/ou exacerbe la concurrence existante (par exemple, par l'effet d'une baisse généralisée des prix des concurrents dans un secteur d'activité en difficulté), (vii) peut conduire la société à se séparer d'actifs essentiels à son activité et (viii) réduit ou élimine l'accès de la société aux instruments dérivés de couverture, faute de pouvoir trouver une contrepartie qui accepte son risque de crédit (la société est dès lors moins à même de se protéger contre un certain nombre de risques financiers, par exemple, augmentation des taux d'intérêt, des cours de change, des prix de matières premières, etc.). Les situations d'aléa moral, dans lesquelles se trouvent les actionnaires en situation de conserver la direction de l'entreprise alors qu'ils ne subissent plus les

23 V. notamment PLANTIN G., THESMAR D., TIROLE J., *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note du Conseil d'analyse économique, n°7, juin 2013, disponible sur le site du Conseil d'analyse économique : www.cae.gouv.fr. V. également SMITH D., STROMBERG P., *Maximizing the Value of Distressed Assets: Bankruptcy Law and the Efficient Reorganization of Firms*, Systemic financial crises : containment and resolution, Cambridge University Press, 2005, pp. 232-275.

24 L'accord de subordination est le contrat par lequel un créancier dit « junior » accepte que les créances qu'il détient vis-à-vis d'un emprunteur ne soient remboursées qu'après règlement des créanciers « senior ». Ce type d'engagement peut être pris soit vis-à-vis d'une catégorie de créanciers en particulier, à travers la signature d'une convention de subordination, soit vis-à-vis du débiteur au bénéfice de l'ensemble des créanciers. Cette possibilité est expressément prévue par la loi (article L. 228-97 du Code de commerce).

25 L'absence de règles permettant l'arrêt des poursuites peut toutefois être inefficace d'un point de vue *ex ante* : l'absence d'arrêt des poursuites accroît par ailleurs le risque que chacun des créanciers ne soit pas remboursé : il est difficile de prévoir à l'avance l'issue d'une éventuelle course aux actifs, menée individuellement par chaque créancier. Or, il existe un certain nombre de créanciers qui ont, par nature, peu d'appétence au risque et sont disposés à n'exiger qu'une rémunération modérée en échange d'une plus grande certitude d'être remboursés. Un système repo-

Les actionnaires (et les dirigeants qu'ils ont élus) perdraient ainsi le droit de décider du sort de la société. Parmi tous les créanciers du débiteur, le transfert du contrôle devrait s'opérer au profit des créanciers en situation de subir les conséquences (positives, comme négatives) de leurs actes. Ces créanciers, qui ont ainsi le plus intérêt à maximiser la valeur des actifs, sont les nouveaux propriétaires résiduels de la société, en remplacement des actionnaires existants. Selon l'ordre de priorité initialement convenu entre eux et compte tenu de la valorisation retenue de la société, ce sont les créanciers qui 1) ne peuvent plus espérer un remboursement complet de leurs créances au regard de la valorisation retenue de la valeur d'entreprise mais 2) qui n'ont pas complètement perdu tout droit à être remboursés, ne serait-ce que partiellement. En permettant le transfert du contrôle aux créanciers résiduels plutôt qu'à des tiers (tels que le juge²⁹), la procédure collective remplirait l'objectif de maximiser la valeur des actifs de la société. Les créanciers, propriétaires résiduels, auraient à choisir entre devenir les nouveaux actionnaires de la société (en convertissant leurs créances) ou transférer l'ensemble des actifs à des tiers³⁰. Les créanciers plus *junior* et les actionnaires seraient alors très dilués, voire même perdraient tous droits dans la société. Les créanciers plus *senior* ne seraient pas affectés par la restructuration du bilan de la société.

23. A l'occasion de la procédure collective, l'objectif de maximisation de la valeur des actifs tout en respectant le plus possible l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes, peut notamment se décliner en deux sous-objectifs : 1) la réduction des coûts liés aux difficultés financières et économiques et 2) l'allocation des actifs de la société entre les mains de celui ou de ceux qui sont le(s) plus incité(s), compte tenu de sa/leur situation, à maximiser la valeur des actifs de l'entreprise.

La réduction des coûts de détresse financière justifie l'éviction de certaines catégories d'investisseurs de la société

24. Le premier sous-objectif justifierait l'introduction de dispositions impératives permettant la déchéance forcée des

conséquences négatives de leurs actes sont susceptibles d'accroître le coût de la détresse financière. En effet, lorsque la valeur des titres des actionnaires est proche de zéro, les actionnaires ne sont plus les propriétaires résiduels de la société et peuvent être tentés d'adopter des stratégies de retournement (« *Gambling for Resurrection* ») pouvant conduire à des destructions de valeur inutiles (comme la vente au rabais d'un actif stratégique de l'entreprise).

29 En France, la loi confie in fine au juge le soin de décider du sort de l'entreprise après la cessation des paiements et lui confère, à cette fin, plusieurs prérogatives. La recherche académique a mis en évidence les erreurs d'appréciation que sont susceptibles de commettre les juges, compte tenu du fait qu'ils ne subissent pas les conséquences de leurs actes. V. not., SCHOAR A. et CHANG T., *Judge Specific Differences in Chapter 11 and Firm Outcomes*, February 2008, MIT Working Paper, disponible sur www.ssrn.com. V. également RAJAGOPALAN S., ZYWICKI T. J., *Bankruptcy judge as a central planner*, Working Paper 2011, disponible sur www.ssrn.com.

30 Pour que l'issue des négociations soit optimale du point de vue économique, les propriétaires résiduels doivent pouvoir librement choisir entre convertir leurs titres de créances en actions et céder l'ensemble des actifs à un tiers en fonction de l'issue qui leur permet de valoriser au mieux leurs titres de créance et donc de préserver la valeur d'entreprise du débiteur. La procédure collective devrait conduire au transfert du contrôle de l'entreprise aux créanciers résiduels, le redressement peut être perçu comme une manière de céder l'entreprise à ses créanciers plutôt qu'à des tiers. En résumé, selon cette approche économique de la procédure collective, ce qui diffère entre le redressement et la liquidation avec cession de l'activité est que, dans la première hypothèse, la valorisation sur la base de laquelle les droits sur la société débitrice sont réalloués est plus difficile.

droits des actionnaires, voire de certains créanciers, en fonction de la valorisation de la société et de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes. Une telle loi serait alors probablement efficace selon la conception de l'efficacité économique de Kaldor-Hick³¹. Le coût qu'occasionnerait pour les investisseurs l'adoption d'un droit des entreprises en difficulté centré sur la valeur d'entreprise serait, en effet, inférieur au gain que retirerait la collectivité de l'adoption d'une telle loi. Ce gain consisterait en l'économie que ladite loi permettrait de faire réaliser à la société, en termes de coûts de détresse financière. Les difficultés financières pourraient être traitées très en amont dès lors que la valorisation retenue de la société le justifie. L'adoption d'un régime des faillites centré sur la valeur d'entreprise permettrait de manière significative d'améliorer les perspectives de redressement de l'activité de la société défaillante au profit du plus grand nombre. Le bénéfice pour la société justifierait ainsi l'atteinte portée par la loi aux droits des tiers³².

L'allocation des actifs entre les mains de ceux qui ont les meilleures incitations justifie le transfert du contrôle de l'entreprise aux « créanciers résiduels » ou « créanciers pivots »

25. Si la procédure collective poursuivait uniquement un objectif de maximisation de la valeur des actifs, il serait acceptable qu'elle entraîne automatiquement l'annulation des dettes des débiteurs. Les actionnaires et leur dirigeant pourraient ainsi poursuivre l'activité de leur société subitement désendettée. Cette situation, très coûteuse pour les créanciers, n'est évidemment pas envisageable, en raison des effets *ex ante* que générerait une telle règle. Comme évoqué précédemment, favoriser une catégorie d'investisseurs, au profit d'une autre, conduit à des effets négatifs *ex ante* bien avant l'ouverture d'une procédure collective, au moment même où les sociétés sollicitent des financements externes³³.

26. Les travaux de Ronald Coase³⁴ nous enseignent en effet que lorsque les droits de propriété ne sont pas clairement définis (au cas présent, lorsque les parties ne connaissent pas l'étendue de leurs droits en procédure collective, compte tenu de la violation systématique de l'ordre de priorité), nous ne sommes pas dans une situation d'« optimalité économique ». La situation ne permet pas de maximiser l'usage des ressources au moindre coût.

27. Le second sous-objectif d'allocation des actifs à ceux/celui susceptibles d'en faire le meilleur usage doit donc être entendu comme le transfert du contrôle de l'entreprise à ceux qui ont les meilleures incitations, tout en respectant l'ordre de priorité des paiements (et corrélativement de l'ordre d'absorption des pertes). Pour cette raison, le transfert du contrôle doit bien avoir lieu au profit des créanciers « pivots » ou « résiduels ». Ces créanciers ne sont pas nécessairement les créanciers initiaux de la société débitrice. Il est même souhaitable que ce ne soit pas le cas et que, par exemple, les établissements bancaires aient pu céder leurs créances à des tiers susceptibles d'adopter une logique d'actionnaire. Le respect de l'objectif d'allocation des actifs à ceux susceptibles d'en faire le meilleur usage justifie que ces créanciers résiduels

31 Cf. § 95.

32 Cf. § 96.

33 Cf. § 106.

34 COASE R., *Problem of Social Cost*, *Journal of Law and Economics*, 1960, vol. 3, pp. 1-44.

soient en définitive les seuls à pouvoir se prononcer sur le plan de restructuration. Cette situation justifie ainsi notamment que les créanciers situés à un rang *senior* par rapport aux créanciers résiduels, qui ne devraient pas en principe être affectés par le plan de restructuration, n'aient pas leur mot à dire sur le sort de l'entreprise durant la procédure collective.

28. La poursuite des finalités de la procédure collective doit se faire à moindre coût

29. Pour ces raisons, la procédure collective ne doit pas en principe favoriser (au sens de donner un droit qui n'était pas prévu dans le contrat initial) une catégorie d'investisseurs (par exemple les actionnaires) par rapport à un autre (les créanciers). Pour permettre l'allocation des actifs à celui ou ceux susceptibles d'en faire le meilleur usage, le droit des procédures collectives ne doit pas tant se focaliser sur l'issue de la procédure collective – notamment les hypothèses dans lesquelles l'entreprise devrait rester entre les mains des actionnaires pour favoriser l'emploi ou faire l'objet d'une cession au profit de ses créanciers ou de tiers – mais plutôt sur les moyens permettant d'assurer le transfert du contrôle de l'entreprise à ceux susceptibles d'en faire le meilleur usage, en fonction des accords initiaux en termes de rang de priorité.

30. La finalité de la procédure collective a alors non seulement un caractère substantiel (la maximisation de la valeur des actifs de la société et la préservation de l'ordre des priorités) mais aussi processuel. La procédure collective doit atteindre les objectifs de maximisation de la valeur des actifs de la société et de respect de l'ordre des priorités au moindre coût : on parle d'*efficience* ou encore d'*efficacité* procédurale. L'*efficience* peut être atteinte en s'inspirant des enseignements tirés des travaux du prix Nobel d'économie Ronald Coase³⁵. Les règles de la procédure collective ainsi conçue devraient permettre de réduire les coûts de transaction³⁶ induits par la négociation et, ce afin de faciliter l'aboutissement d'un accord entre les différentes catégories d'investisseurs.

31. Les règles de la procédure collective doivent ainsi permettre de faire approuver, au sein d'une même catégorie de créanciers, un plan de plan de restructuration à une majorité qualifiée, et ce, même si les stipulations du contrat initial prévoient qu'un accord unanime est nécessaire. Ceci permet de faire l'économie de nombreux coûts liés à des problèmes de coordination entre les créanciers³⁷ ou à des problèmes de « passagers clandestins » entraînant des coûts dits de « motivation »³⁸. Leur intérêt - et dans le prolongement, celui de la procédure collective - est d'autant plus grand qu'avec l'évolu-

tion de la finance, les sociétés se retrouvent de plus en plus souvent confrontées à une multitude de créanciers (détenant ou non des créances différentes) rendant plus difficile l'aboutissement d'accords à l'amiable.

1.2. Les finalités françaises de la procédure collective

32. En France, la procédure collective n'a pas pour finalité de maximiser la valeur des actifs au sens où les économistes l'entendent. Le législateur ne se préoccupe par ailleurs guère du respect de l'ordre des priorités. La procédure collective a pour objectif de préserver l'activité et l'emploi et, dans une moindre mesure, d'apurer le passif de l'entreprise³⁹. Schématiquement, le droit français a principalement trois écueils qui seront analysés en détails par la suite. D'une part, le droit des entreprises en difficulté traduit la faible confiance des pouvoirs publics dans la capacité des parties prenantes à la restructuration à aboutir à un accord qui serve les intérêts des salariés. Le législateur a du mal à accepter l'idée qu'il soit préférable de mettre fin à l'activité de l'entreprise lorsque celle-ci n'est plus viable et que cette solution n'est pas plus dommageable pour les emplois que l'hypothèse d'un redressement irréaliste de la société. D'autre part, en dépit de l'évolution de l'économie et de la finance qui tend à multiplier les situations dans lesquelles, une société peut être viable d'un point de vue opérationnel, mais insolvable sur un plan financier, le droit français reste principalement focalisé sur une vision de la société entrepreneuriale. Il peine dès lors à dissocier le sort des actionnaires, de celui de l'entreprise, ce qui conduit à avantager ces derniers vis-à-vis de leurs créanciers sans s'en rendre compte, jusqu'à la multiplication récente des affaires, similaires à la restructuration de Belvédère. Enfin, selon un *modus operandi* bien connu, plutôt que de corriger ses erreurs initiales lorsqu'il constate certains effets pervers de la loi, le législateur préfère tenter de proposer des ajustements au risque de complexifier le droit. Cette situation se traduit notamment par une multiplication inutile du nombre de procédures, « préventives » ou non, à la disposition des parties (mandat ad hoc, conciliation, procédure de sauvegarde financière, procédure de sauvegarde, procédure de redressement judiciaire, liquidation judiciaire, liquidation judiciaire simplifiée). La complexité du droit engendre un climat d'incertitude pour les investisseurs qui ne peuvent prévoir à l'avance les conditions dans lesquelles les sociétés en difficulté pourront mettre fin à leurs difficultés financières.

33. Du point de vue des économistes, les effets de la procédure de sauvegarde en France, telle que prévue par le livre VI du Code de commerce, sont donc sans surprise très éloignés des effets que devraient produire la procédure collective. L'ouverture d'une procédure de sauvegarde, conduit certes à un arrêt des poursuites⁴⁰, qui ne conduit cependant pas à figer une valeur d'entreprise sur la base de laquelle les droits de la société seraient réaffectés en fonction du passif du débiteur. La procédure de sauvegarde ne peut conduire à un transfert

35 COASE R., *Problem of Social Cost*, ibid.

36 Sur la définition des coûts de transaction, v. not. : MACKAAY E., ROUSSEAU S., *Analyse économique du droit*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2008, p. 197, n°726 ; SAUSSIER S., YVRANDE-BILLON A., *Economie des coûts de transaction*, La Découverte, 2007, p. 6.

37 Les coûts de coordination sont tous les coûts qui résultent du fait qu'il existe une limite, dans les faits, à la capacité d'anticipation des parties ainsi que des biais cognitifs qui les induisent en erreur lorsqu'il s'agit de choisir la bonne option entre plusieurs propositions. Ces coûts existent également en présence d'asymétries d'informations importantes. V. MOKAL R.J., *Contractarianism, Contractualism and the Law of Corporate Insolvency*, Singapore Journal of Legal Studies, July 2007, pp. 51-95.

38 Le phénomène dit de « passager-clandestin » ou « *free rider* » traduit une situation dans laquelle certains créanciers décident volontairement de ne pas participer aux négociations amiables dans l'espoir que les coûts de la restructuration seront supportés par les autres créanciers. Les créanciers dont l'exposition est relativement faible par rapport à celle des autres sont davantage sujets à ce type de comportement ; ils ont moins à souffrir des conséquences d'un mauvais accord que les créanciers les plus exposés.

Dans certaines situations, les objectifs et les contraintes des différents acteurs sont simplement irréconciliables. Ce phénomène entraîne, ce qu'on appelle également des « coûts de motivations ». Ces coûts retardent l'aboutissement d'un accord permettant la restructuration du bilan de la société, augmentant les coûts de détresse financière supportée par cette dernière.

39 Articles L. 620-1 et L. 631-1 du Code de commerce.

40 Article L. 622-21 du Code de commerce qui dispose notamment que « *Le jugement d'ouverture interrompt ou interdit toute action en justice de la part de tous les créanciers [...]* ».

du contrôle de l'entreprise, en d'autres mains que celles des dirigeants et des actionnaires, sans leur consentement. Tant que la société n'est pas en « état de cessation des paiements »⁴¹ (ce qui permettrait l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire), le transfert du contrôle de l'entreprise est en effet difficilement envisageable sans le consentement des dirigeants et des actionnaires. D'une part, la procédure de sauvegarde ne permet pas d'aboutir à la cession de l'ensemble des actifs de l'emprunteur à un tiers (voire aux créanciers)⁴². D'autre part, la conversion de la dette en capital et la cession partielle d'activité ne peuvent survenir sans le consentement du dirigeant et des actionnaires pour les raisons suivantes :

- ◆ Les créanciers ne sont pas en mesure de présenter au tribunal un plan concurrent à celui du dirigeant, prévoyant, le cas échéant, la cession de l'ensemble des actifs à un tiers ou une conversion de créances en actions ;
- ◆ En cas de conversion de créances en actions, les actionnaires et l'ensemble des créanciers concernés, doivent donner leur accord et pourront ainsi s'opposer à un plan prévoyant une forte dilution de leurs droits, voire leur exclusion⁴³ ;
- ◆ Dans l'hypothèse où les dirigeants sont également des actionnaires de référence du débiteur, l'existence d'un conflit d'intérêts rend encore plus improbable l'hypothèse que les dirigeants s'accordent avec les créanciers, en amont de la crise de liquidité, sur un scénario prévoyant le transfert de l'entreprise aux créanciers ;
- ◆ Le plan de sauvegarde peut être approuvé sans l'accord des créanciers à l'issue de la période d'observation⁴⁴. Dans cette hypothèse, le juge a la faculté de rééchelonner automatiquement la dette sur dix ans au taux déterminé initialement⁴⁵.

34. La procédure de sauvegarde, en ce qu'elle ne permet pas le transfert forcé du contrôle de la société, conduisant à réduire son niveau d'endettement, encourage la conclusion de plans de restructuration irréalistes qui ne maximisent pas la valeur des actifs. L'allongement de la période durant laquelle les difficultés financières de la société ne sont pas traitées aggrave les coûts de détresse financière supportés par la société. La procédure de sauvegarde entraîne par ailleurs des transferts de richesses indus des créanciers aux actionnaires. Par exemple, lorsque le juge prononce le rééchelonnement d'office des créances, les établissements bancaires ne

sont pas rémunérés en contrepartie de l'allongement de la durée du prêt (puisque le taux initialement convenu est en principe maintenu). Ils ne peuvent par ailleurs pas répercuter sur leur débiteur le coût de refinancement de leurs créances sur les marchés. Ils ne peuvent pas non plus répercuter sur ce dernier le coût correspondant à l'augmentation de leurs obligations en matière de fonds propres, consécutives à l'augmentation du risque de défaut du débiteur. Cette situation entraîne, comme évoqué précédemment, des décisions d'investissement sous-optimales, se traduisant par une augmentation inutile du coût du crédit, voire même l'absence d'un marché du financement pour les entreprises entrant en procédure collective. Le schéma suivant illustre la situation.

35. Dans les deux hypothèses représentées, la valeur d'entreprise VE (100) est inférieure au montant du passif comptable (130). La valeur des capitaux propres (VCP) est proche ou égale à zéro. Compte tenu de VE et du montant du passif comptable, les créanciers chirographaires sont les propriétaires résiduels de l'entreprise. Le transfert du contrôle de cette dernière au profit des créanciers chirographaires devrait ainsi se réaliser afin de permettre à la société de cesser de subir des coûts de détresse financière.

36. Dans le premier cas « classique », le droit français des entreprises en difficulté empêche une restructuration adéquate du bilan pour les raisons évoquées précédemment. Les actionnaires, ainsi que les créanciers *junior*, parviennent à se maintenir dans la société. Les créanciers *junior* et les créanciers chirographaires acceptent par exemple de convertir une quote-part de leurs créances, respectivement égale à 10 et 15, en actions. Compte tenu de la valeur d'entreprise et du montant du passif comptable, la solution la plus susceptible de préserver la valeur d'entreprise de la société consiste à exclure les actionnaires et les créanciers *junior*. Cette situation est illustrée par le second exemple. Les créanciers chirographaires, détenant initialement une créance de 60, convertissent un tiers de la créance (soit 20) en actions. Le solde restant (soit 40) fait l'objet d'un refinancement. Cette situation permet aux capitaux de redevenir positifs. La société cesse dans ces conditions de subir des coûts de détresse financière.

37. L'étude des conditions de l'adoption du plan de Belvédère permet d'illustrer les effets pervers d'une loi qui n'a pas pour finalité la maximisation de la valeur des actifs, ni le respect de l'ordre de priorité des paiements entre les différentes catégories d'investisseurs.

2. Conséquences pratiques

38. Du 16 juillet 2008 au 20 mars 2012, la première phase de l'affaire Belvédère illustre le paradoxe de la procédure de sauvegarde française : irréaliste parce que n'organisant pas le transfert de contrôle (2.1), le plan de sauvegarde ne pourra qu'être résolu (2.2).

2.1. Un plan inévitablement irréaliste

39. En dépit de la violation par la société d'un de ses engagements contractuels, susceptible de permettre aux créanciers de pouvoir exiger le remboursement anticipé de la dette, le groupe Belvédère n'a pas été considéré comme étant en état de cessation des paiements. La direction du groupe a ainsi pu

41 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 » (article L. 631-1 du Code de commerce). La date de cessation des paiements correspond à un stade très avancé des difficultés. Cf. § 97.

42 Article L. 626-1 du Code de commerce qui dispose que : « [...] Ce plan de sauvegarde comporte s'il y a lieu, l'arrêt, l'adjonction ou la cession d'une ou plusieurs activités [...] »

43 Depuis l'introduction des comités de créanciers, le projet de plan qui est soumis par le débiteur aux créanciers peut être adopté, non pas à l'unanimité, mais à la majorité (article L. 626-30-2 alinéa 4 du Code de commerce) ce qui permet de réduire les coûts de transaction.

44 Les créanciers sont d'ailleurs les seuls à ne pas pouvoir faire appel du jugement arrêtant le plan (article L. 661-1 I 6° du Code de commerce).

45 Articles L. 626-12 et L. 626-18 al. 4 du Code de commerce. Dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, le plan est soumis à une large consultation des créanciers mais la décision finale appartient au tribunal. Ce dernier peut imposer des délais uniformes mais pas de remise de dettes. Leur durée ne peut excéder celle du plan de sauvegarde, à savoir dix ans.

	Valeur de l'entreprise en difficulté	Restructuration	Un bilan toujours déséquilibré																																		
Modèle classique	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">Valeur de l'entreprise (VE) 100</td> <td>Créances senior 50</td> </tr> <tr> <td>Créances chirographaires 60</td> </tr> <tr> <td>Valeur des capitaux propres (VCP) 0</td> <td>Créances junior 20</td> </tr> </table> <table border="1"> <tr> <td>VE</td> <td>100</td> <td>Dettes initiales</td> <td>130</td> </tr> <tr> <td>VCP</td> <td>0</td> <td>Rabais</td> <td>-30</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>130</td> <td>Total</td> <td>100</td> </tr> </table>	Valeur de l'entreprise (VE) 100	Créances senior 50	Créances chirographaires 60	Valeur des capitaux propres (VCP) 0	Créances junior 20	VE	100	Dettes initiales	130	VCP	0	Rabais	-30	Total	130	Total	100	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Actionnaires et créanciers junior se maintiennent dans la société ✓ Actionnaires sont partiellement dilués, une partie des créances de chirographaires et la dette junior convertie en actions ✓ Valeur économique des créances senior n'est pas préservée ✓ Valeurs des capitaux propres reste proche de zéro ✓ Augmentation des taux d'intérêt pèse sur l'exploitation 	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">VE 100</td> <td>Créances senior 50</td> </tr> <tr> <td>Créances chirographaires 50</td> </tr> <tr> <td>VCP 0</td> <td>Créances junior 10</td> </tr> </table> <table border="1"> <tr> <td>VE</td> <td>100</td> <td>Passif</td> <td>110</td> </tr> <tr> <td>VCP</td> <td>0</td> <td>Rabais</td> <td>-10</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>100</td> <td>Total</td> <td>100</td> </tr> </table>	VE 100	Créances senior 50	Créances chirographaires 50	VCP 0	Créances junior 10	VE	100	Passif	110	VCP	0	Rabais	-10	Total	100	Total	100
	Valeur de l'entreprise (VE) 100		Créances senior 50																																		
Créances chirographaires 60																																					
Valeur des capitaux propres (VCP) 0	Créances junior 20																																				
VE	100	Dettes initiales	130																																		
VCP	0	Rabais	-30																																		
Total	130	Total	100																																		
VE 100	Créances senior 50																																				
	Créances chirographaires 50																																				
VCP 0	Créances junior 10																																				
VE	100	Passif	110																																		
VCP	0	Rabais	-10																																		
Total	100	Total	100																																		
Préservation de la valeur d'entreprise	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">VE 100</td> <td>Créances senior 50</td> </tr> <tr> <td>Créances chirographaires 60</td> </tr> <tr> <td>VCP 0</td> <td>Créances junior 20</td> </tr> </table> <table border="1"> <tr> <td>Actifs</td> <td>100</td> <td>Dettes initiales</td> <td>130</td> </tr> <tr> <td>VCP</td> <td>0</td> <td>Rabais</td> <td>-30</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>130</td> <td>Total</td> <td>100</td> </tr> </table>	VE 100	Créances senior 50	Créances chirographaires 60	VCP 0	Créances junior 20	Actifs	100	Dettes initiales	130	VCP	0	Rabais	-30	Total	130	Total	100	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Actionnaires et créanciers junior perdent tous leurs droits ✓ Valeur économique des créances senior est préservée ✓ Une partie des créances chirographaires est convertie en actions ✓ Valeur des capitaux propres redevient positive ✓ L'activité est préservée et maintenue ✓ Structure du bilan et donc taux d'intérêt adapté à l'exploitation 	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">VE 100</td> <td>Créances senior 50</td> </tr> <tr> <td>Créances chirographaires 40</td> </tr> <tr> <td>VCP 10</td> <td></td> </tr> </table> <table border="1"> <tr> <td>VE</td> <td>100</td> <td>Dettes initiales</td> <td>90</td> </tr> <tr> <td>VCP</td> <td>10</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>100</td> <td>Total</td> <td>100</td> </tr> </table>	VE 100	Créances senior 50	Créances chirographaires 40	VCP 10		VE	100	Dettes initiales	90	VCP	10			Total	100	Total	100
	VE 100		Créances senior 50																																		
Créances chirographaires 60																																					
VCP 0	Créances junior 20																																				
Actifs	100	Dettes initiales	130																																		
VCP	0	Rabais	-30																																		
Total	130	Total	100																																		
VE 100	Créances senior 50																																				
	Créances chirographaires 40																																				
VCP 10																																					
VE	100	Dettes initiales	90																																		
VCP	10																																				
Total	100	Total	100																																		

ouvrir une procédure de sauvegarde⁴⁶. Comme les dirigeants de Belvédère sont dans une situation de conflits d'intérêts, il leur est d'autant plus difficile de proposer aux autres actionnaires d'approuver le transfert du contrôle de Belvédère en d'autres mains, suffisamment en amont de la crise de liquidité⁴⁷. Les dirigeants sont en effet dans une situation de conflits d'intérêts, en raison de leur qualité même de dirigeants nommés par les actionnaires menacés de déchéance. Ils le sont également en raison de leur statut d'actionnaire de référence. Faute pour les créanciers de pouvoir proposer un plan concurrent au plan proposé par la direction de Belvédère, le tribunal n'a alors pas d'autre alternative que d'approuver le plan proposé par la direction de Belvédère, prévoyant le rééchelonnement d'office de la dette sur dix ans. Dans le silence des textes, le tribunal de commerce aurait certes pu, en théorie, refuser d'approuver le plan et mettre fin à la procédure de sauvegarde. Le tribunal de commerce faisait alors courir à Belvédère le risque d'une demande par les créanciers FRN d'accélération du paiement de la dette, conformément au contrat d'émission (compte tenu du dépassement du plafond d'autorisation de décaissement). Cependant, cette faculté n'a jamais été observée en pratique.

46 L'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire aurait permis d'envisager, en théorie, un plan de cession de la totalité des actifs de Belvédère, à savoir ses filiales. Cette solution nécessitait toutefois, en pratique, le consentement des créanciers titulaires d'un nantissement sur les instruments financiers. L'article L. 626-1 du Code de commerce, applicable à la procédure de sauvegarde et permettant d'envisager « la cession d'une ou plusieurs activités » seulement, s'oppose en cela à L. 631-22 al. 1^{er} du même code, applicable au plan de redressement, qui prévoit qu'à la demande de l'administrateur, « le tribunal peut ordonner la cession totale ou partielle de l'entreprise si le débiteur est dans l'impossibilité d'en assurer lui-même le redressement ».

47 Une crise de liquidité est susceptible d'entraîner une liquidation judiciaire. La perspective pour les dirigeants, dans cette hypothèse, de voir leur responsabilité engagée dans le cadre d'une action pour insuffisance d'actifs est de nature à inciter ces derniers à accepter le transfert du contrôle de l'entreprise suffisamment tôt pour éviter la liquidation judiciaire.

40. Le niveau d'endettement de Belvédère, lorsque la société émerge de la procédure de sauvegarde, est égal à vingt-quatre fois le montant de l'EBITDA du groupe réalisé pendant l'année précédant l'approbation du plan. La société émerge donc avec une structure d'endettement déséquilibrée, nuisible à son redressement. La réduction de sa dette devrait être suffisamment significative pour qu'un équilibre soit trouvé entre la capacité de remboursement de l'entreprise et l'effet de levier généré par son endettement (comme moyen de réduire l'assiette fiscale). A défaut, l'emprunteur reste dans une situation de détresse financière qui affecte peu à peu ses activités et performances opérationnelles.

41. La finalité de la procédure de sauvegarde est ainsi détournée en ce que le seul intérêt de cette procédure est de permettre aux actionnaires de forcer les créanciers à absorber les pertes en premier, par l'effet du rééchelonnement d'office des créances sur dix ans, à intérêt constant⁴⁸. Cette situation entraîne un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment de tous les créanciers. Le rééchelonnement des dettes ne tient pas compte du surcoût pour les créanciers, lié à l'allongement de la durée du financement et à la dégradation de la situation du débiteur. Les modalités du rééchelonnement, conduisant – étrangement – à raccourcir le délai de paiement d'une partie du principal de la dette FRN et de la dette subordonnée, ne permettent pas de neutraliser le transfert de richesse provoqué par l'étalement d'office de la créance⁴⁹.

48 Pour les porteurs de dette FRN, l'application de la règle n'a pas conduit à figer le taux EURIBOR, mais à figer la marge des investisseurs en dépit de l'allongement de l'échéance de la dette FRN.

49 Le rééchelonnement de la dette sur dix ans conduit à exiger du groupe Belvédère qu'il rembourse une partie du passif au titre des FRN et des OBSAR par anticipation puisque le plan de sauvegarde prévoyait le remboursement d'une partie du principal dès la première année. Depuis, le droit a été modifié afin de faire en sorte que les prêts remboursables à

42. Le tribunal de commerce de Dijon confirmant la validité de la déclaration de créance des titulaires de la dette FRN peu après l'homologation du plan de sauvegarde, le sort de Belvédère reposait sur la réalisation des opérations de capital et de cession prévues par le plan. Les mesures prévues au plan pour tenter de remédier à cette situation sont alors critiquables :

- ◆ la cession d'actifs non-stratégiques, à un prix qui ne peut être inférieur à 67,7 millions d'euros, doit être réalisée promptement (dans un délai de 12 mois, soit au plus tard le 30 novembre 2010) ;
- ◆ la cession des actions Belvédère (notamment celles achetées à la suite de la sortie du conglomérat CL Financial Ltd du capital de Belvédère) pour 60,6 millions d'euros, soit la valeur comptable des titres d'autocontrôle (dans un délai de sept mois, soit au plus tard le 30 juin 2010), semble difficilement réalisable dans le contexte dégradé, la valeur des actions ayant diminué depuis leur acquisition, notamment en 2007 et 2008 ;
- ◆ l'augmentation des quasi-fonds propres de la société via l'émission d'ORA (dans un délai de sept mois, soit au plus tard le 30 juin 2010) n'est pas réaliste car aucune certitude ne peut être donnée au marché, au moment de la réalisation de l'opération, quant à la réussite des opérations de cession d'actifs à bref délai et dont le produit serait affecté au désendettement du groupe. En effet, tant que la société n'a pas réalisé ces opérations, elle reste dans une situation d'insolvabilité. Or, tant que la société est en situation d'insolvabilité, les éventuels apporteurs d'argent frais n'ont aucun intérêt à souscrire à l'émission d'ORA. Tout euro investi dans la société bénéficierait en effet en premier lieu aux créanciers⁵⁰ ;
- ◆ enfin et surtout, la cession de l'actif stratégique Marie Brizard est exigée. Cette vente doit survenir à un prix minimum de 235 millions d'euros, correspondant à environ 50 % du prix d'acquisition du groupe (au périmètre légèrement modifié), à peine 2 ans auparavant.

43. La cession de Marie Brizard est imposée dans des conditions de nature à entraîner des destructions de valeur importantes. La cession doit survenir, à la demande expresse du tribunal, dans les sept mois à compter de l'approbation du plan (soit au plus tard le 30 juin 2010). Or il est par essence difficile de céder un actif dans de bonnes conditions lorsque le marché sait que cet actif est à vendre⁵¹. Le jugement du tribunal de Dijon et les documents annexes ne permettent pas d'établir que Marie Brizard a été cédée pour des raisons autres que celles liées au désendettement de Belvédère. Elle illustre le fait que la procédure de sauvegarde n'a pas permis à Belvédère de sortir de sa situation de détresse financière. La vente au rabais est une illustration classique de l'expression « coût de détresse financière ». Il n'y a pas eu de véritable réflexion sur les meilleures modalités de redéploiement des actifs de Belvédère afin de créer le plus de valeur possible. La proposition initiale des fonds d'investissement ne semblait

d'ailleurs pas prévoir la cession de Marie Brizard. La vente de Marie Brizard aurait été justifiée sur un plan opérationnel à la condition que la valeur de Belvédère (en ce compris Marie Brizard) soit inférieure à la somme de la valeur de Marie Brizard prise individuellement et de Belvédère (sans Marie Brizard). Si la procédure collective avait pour objectif la maximisation de la valeur des actifs de la société en difficulté, le tribunal de commerce n'aurait pas pu autoriser une telle cession.

44. De surcroît, Marie Brizard doit être cédée en dehors du contrôle du juge. Le commissaire à l'exécution du plan, chargé de vérifier la bonne exécution du plan, n'a pas les moyens de forcer les dirigeants de la société à respecter le plan, une fois ce dernier adopté⁵². Au final, les créanciers, tout comme la société, sont pénalisés.

45. Sous réserve que la cession des actifs soit justifiée d'un point de vue économique, la procédure collective peut être utile afin de permettre de maximiser la valeur des actifs mis en vente. La procédure de sauvegarde aurait pu être le moyen de séparer les actifs stratégiques pour le maintien de l'activité, et les autres (sur le modèle d'une « good bank/bad bank »). Pour cela, la procédure collective doit permettre de séparer les actifs des passifs correspondant, ce qui n'est pas possible avec certitude, les praticiens du droit des procédures collectives étant hésitants à réaliser ce type d'opérations. Seuls les créanciers résiduels et les créanciers *senior* seraient autorisés à se retrouver dans une nouvelle entité, accueillant les « bons » actifs. Les « mauvais » actifs resteraient dans l'entité d'origine, dans laquelle se trouvent également les créanciers *junior* et les actionnaires. Ces actifs auraient alors pu être cédés dans le cadre d'un processus d'enchère transparent, sous le contrôle du juge, chargé de la liquidation judiciaire du débiteur. Les délais de cession auraient alors pu être beaucoup plus longs afin d'obtenir le meilleur prix possible. Une procédure collective peut en effet permettre de créer un véritable marché de reprise des actifs d'entreprises en difficulté du fait de certains avantages inhérents au contrôle du juge⁵³. En autorisant que les cessions d'actifs se réalisent en dehors de la procédure collective, le droit français encourage les ventes au rabais.

52 DELATTRE C., *La saisine de la juridiction par le commissaire à l'exécution du plan en cas d'inexécution du plan d'apurement du passif*, Bull. Joly Entr. diff. n°2, mars-avril 2013, p. 120.

53 Une cession organisée dans le cadre d'une procédure collective peut, parce qu'elle est effectuée sous le contrôle du juge, maximiser le prix de cession desdits actifs, contribuer ainsi à une meilleure allocation des actifs à ceux qui en feront le meilleur usage et désintéresser au mieux la collectivité des créanciers. Le juge doit pouvoir mettre en place un système d'enchère et favoriser l'accès à l'information des potentiels acquéreurs. La procédure collective peut réduire de manière significative la responsabilité des acheteurs après une vente puisque, en principe, les acquéreurs doivent avoir l'assurance d'acheter des actifs libérés de tous droits et sûretés (ce que ne permet pas le droit français). Il en va différemment des cessions effectuées en dehors de la procédure collective, en raison de divers droits de suite. Une cession réalisée pendant la procédure collective permet également de garantir à l'acquéreur que la vente ne pourra jamais être remise en cause, alors qu'elle pourrait l'être, lorsqu'elle survient peu de temps avant l'ouverture d'une procédure collective (conformément à la législation sur les nullités de la période suspecte, article L. 632-1 et s. du Code de commerce). Enfin, le recours à la procédure collective peut s'avérer indispensable si la cession d'un actif substantiel de la société est interdite sans l'accord de certains créanciers ou des actionnaires. L'avantage pour les acquéreurs n'est pas négligeable.

..... terme puissent être considérés comme étant « hors plan », c'est-à-dire échapper à la règle du rééchelonnement d'office.

50 A l'inverse, lors de la restructuration d'Eurotunnel, l'opération de marché est intervenue postérieurement à la mise en œuvre de tous les éléments du plan de sauvegarde par une société désendettée. AMF, note d'opération Eurotunnel n°07-0113, 4 avril 2007.

51 Cette situation s'observe également lorsque des sociétés sont contraintes de céder des actifs afin de respecter leurs engagements de concurrence.

2.2. La résolution inévitable du plan de sauvegarde

46. Le plan de sauvegarde de Belvédère n'a donc pas été exécuté et a fait l'objet d'une résolution. La résolution des plans de sauvegarde est un phénomène courant en France. Selon certaines estimations, en France, le taux de résolution des plans de sauvegarde/redressement judiciaire est supérieur à 60 % en 2012⁵⁴. La résolution des plans est suivie immédiatement, ou peu de temps après, de l'ouverture d'une autre procédure collective. Le taux élevé de résolution des plans de sauvegarde/redressement judiciaire est révélateur des défauts du droit français, qui encourage l'adoption de plans irréalistes. En comparaison, le taux de rechute des entreprises en *Chapter 11* est inférieur à 30 %, aux États-Unis⁵⁵, pour la période antérieure à la réforme de 2005 (davantage orientée vers la protection des droits des créanciers). Depuis, les experts s'accordent à dire que ce taux a significativement diminué⁵⁶.

47. En droit français, un plan de sauvegarde peut être résolu pour deux raisons⁵⁷. Dans la première hypothèse, lorsque le débiteur se retrouve en état de cessation des paiements au cours de l'exécution du plan, le tribunal a l'obligation de résoudre le plan de sauvegarde et d'ouvrir une nouvelle procédure collective⁵⁸. Dans la seconde hypothèse, celle dans laquelle s'inscrit l'affaire Belvédère, la résolution peut être prononcée lorsque les engagements souscrits par le débiteur au titre du plan ne sont pas exécutés. Dans ce second cas de figure, le tribunal, saisi à cette fin par un créancier, le commissaire à l'exécution du plan, le ministère public ou d'office⁵⁹, a la faculté de prononcer la résolution du plan. Le faible pouvoir de coercition dont dispose la justice à l'égard des dirigeants de sociétés afin de faire respecter les conditions prévues par le plan, pouvait laisser supposer que l'entière exécution du plan de Belvédère reposait sur la linéarité entre

l'inexécution du plan, ouvrant sur une résolution, et la cessation des paiements. S'il y a résolution, la cessation des paiements serait nécessairement caractérisée. Si la cessation des paiements est caractérisée, l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire serait obligatoire. La perspective pour les dirigeants de perdre alors le contrôle de leur société devait, de ce point de vue, les inciter à respecter les engagements souscrits à l'occasion de l'adoption du plan, dont l'exécution ne dépendait pas de la seule capacité financière de la société à s'acquitter de ses obligations vis-à-vis de ses créanciers. Ce postulat à l'origine de la négociation entre le juge et Belvédère est battu en brèche, puisque la société défaillante, tout en n'exécutant pas ses obligations au titre du plan, a su faire en sorte qu'un état de cessation des paiements ne soit pas caractérisé. Cette situation est conforme à l'avis d'un grand nombre d'auteurs⁶⁰, selon qui la résolution d'un plan de continuation/de sauvegarde pour inexécution de ses engagements ne conduit pas *de facto* à caractériser l'état de cessation des paiements. Un débiteur peut donc faire ensuite l'objet d'une procédure de conciliation ou de sauvegarde. Les dirigeants et les actionnaires trouvent dans la non linéarité entre l'inexécution du plan et la cessation des paiements, un moyen de conserver le contrôle tant qu'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire n'est pas ouverte à l'encontre de leur société.

48. L'équilibre d'intérêts, postulant la bonne exécution du plan adopté, est donc rompu puisque le débiteur peut ne pas subir les conséquences de l'inexécution de ses engagements. Cette incertitude demeure en l'état du droit positif et il semble difficile de faire reposer la bonne exécution du plan sur le seul postulat de la bonne foi du débiteur et de son consentement supposé sincère au plan.

49. Au cas présent, Belvédère a pris l'initiative d'ouvrir une procédure de conciliation devant le tribunal de Dijon. La société a pu ensuite bénéficier de la procédure de sauvegarde ouverte à l'encontre d'une des sociétés de son groupe - Moncigale⁶¹ -. Cette extension - en théorie, « *subie* », d'après l'esprit des textes - était souhaitée par les dirigeants de Belvédère afin que les difficultés de Belvédère soient traitées à l'avenir dans une autre juridiction que celle du ressort de la Cour d'appel de Dijon. La société Belvédère est ainsi à nouveau placée en procédure de sauvegarde le 1^{er} juillet 2011⁶², par le tribunal de commerce de Nîmes. Ce dernier ignore alors que Belvédère a ouvert une procédure de conciliation dans le ressort de la Cour d'appel de Dijon. Constatant la cessation des paiements des entités, le tribunal nîmois convertit, le 20 septembre 2011, la procédure de sauvegarde ouverte à l'égard des deux sociétés en une procédure de redressement judiciaire. Toutefois, par un arrêt du 8 mars 2012, la Cour d'appel de Nîmes annule le jugement d'extension de la procédure de sauvegarde ainsi que celui de sa conversion en procédure de redressement judiciaire⁶³. Le 20 mars 2012, une procédure de redressement judiciaire au bénéfice de Belvédère est ouverte par le tribunal de commerce de Dijon. Le 3 juillet 2012, le tribunal de commerce de Dijon prononce la résolu-

54 Chiffres de la Conférence générale des juges consulaires : V. PEROCHON F., *A propos des chiffres de la sauvegarde...*, Droit et patrimoine, n°223, mars 2013, p. 46. Voir également, CAVET S., *Réflexions théoriques et pratiques sur la situation des créanciers en cas de résolution du plan*, RLDA, 2009/39, note sous Cass. ass. plén., 10 avr. 2009, n°08-10.154, P+B+R+I. Ce dernier indique qu'en 2011, 2413 procédures collectives ont été ouvertes sur résolution d'un plan et 1904 pour les trois premiers trimestres de l'année 2012.

55 LEE R., *Delaware's Relevance in Chapter 22 : Who is 'Courtin' Failure' Now ?*, Review of Banking and Financial Law, Forthcoming. De plus, une étude des procédures initiées sous les règles du *Chapter 11* pour les grosses entreprises dans les années 1980-2010 démontre que seules 15 procédures sur 898 ont été volontairement converties en procédures de liquidation, gouvernées par les règles du *Chapter 7*. Données disponibles sur le site <http://lopucki.law.ucla.edu/index.htm>.

56 *Ibid.* et ATMAN E., KANT T., RATTANARUENGYOT T., *Post-Chapter 11 Bankruptcy Performance : Avoiding Chapter 22*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 21, n°3.

57 Article L. 626-27, 1^o du Code de commerce.

58 Depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 18 décembre 2008, le texte prévoit pour cette dernière hypothèse qu'en cas de résolution d'un plan de sauvegarde, le tribunal peut ouvrir un redressement judiciaire sans qu'il soit légalement tenu d'ouvrir une procédure de liquidation judiciaire. Cette faculté lui reste toujours ouverte dans les cas où le redressement serait manifestement impossible.

59 Toutefois, par une décision du 7 décembre 2012, le Conseil constitutionnel a déclaré que dans le premier alinéa de l'article L. 631-5 du code de commerce, les mots : « se saisir d'office ou » sont contraires à la Constitution, au regard de l'absence de « *garanties légales ayant pour objet d'assurer qu'en se saisissant d'office, le tribunal ne préjuge pas sa position lorsque, à l'issue de la procédure contradictoire, il sera appelé à statuer sur le fond du dossier au vu de l'ensemble des éléments versés au débat par les parties* ». V. ainsi : Cons. const., décision n°2012-286, 7 décembre 2012.

60 Voir en ce sens : PEROCHON F., BONHOMME R., *Entreprises en difficulté - Instruments de crédit et de paiement*, LGDJ, 2009, p. 394, n°385 ; LE CORRE P.-M., *Droit et pratique des procédures collectives*, Dalloz, 2012/2013, p. 1102, n°524.3. REMERY J.-P., *Les résolutions de plans dans le droit des entreprises en difficulté*, JCP éd. G, 2009, n°45, 406. ; Rapp. J.-J. HYEST, n°335, p. 289.

61 T. com. Nîmes, 16 juin 2011, n°2011F01088.

62 T. com. Nîmes, 1 juill. 2011, n°2011F01141.

63 CA Nîmes, Ch. com. 2B, RG n°11/03150, 11/04190 et 11/04452.

tion des plans de sauvegarde des 7 filiales garantes et ouvre une procédure de redressement judiciaire à l'égard de ces mêmes 7 filiales.

Partie II : Le plan de redressement

50. L'analyse du plan de redressement judiciaire de Belvédère (A) permet d'illustrer le fait que le droit français n'autorise que trop tardivement le transfert du contrôle de l'entreprise défaillante dans des conditions engendrant à la fois des destructions de valeur et des transferts de richesse indus (B).

A. Faits

51. Un protocole transactionnel est conclu entre Belvédère et les principaux créanciers FRN autorisés par l'ordonnance du juge commissaire du 3 août 2012. Ledit protocole prévoit notamment la libération au profit du trustee (Bank of New York Mellon) des sommes consignées au titre de la quote-part destinée aux créanciers FRN du premier dividende du plan de sauvegarde de Belvédère (soit 36,7 millions d'euros). Ce protocole prévoit également un engagement de la part des créanciers d'abandonner l'ensemble des actions judiciaires en cours et de ne pas en tenter de nouvelles, notamment à l'égard des dirigeants de Belvédère.

52. Le 18 septembre 2012, soit six mois après l'ouverture de la procédure de redressement judiciaire, les dirigeants de Belvédère, l'administrateur judiciaire désigné par le tribunal de commerce, ainsi que certains créanciers représentant une part significative de la dette FRN, parviennent à un accord sur la restructuration de la dette du groupe. La direction de Belvédère se résout à envisager le transfert du contrôle du groupe aux créanciers FRN par l'effet d'une conversion de la dette en actions, dans des proportions à définir, une fois connu le résultat des différents scénarii d'apurement du passif sur lesquels les parties se sont mises d'accord. Ces différents scénarii s'articulent principalement autour d'un programme de cession d'actifs à périmètre variable, comprenant Marie Brizard ainsi que des actifs moins stratégiques. Le remboursement de la dette FRN, via l'émission d'actions nouvelles, est prévu soit 1) en complément d'un remboursement en numéraire partiel permis grâce aux produits des cessions d'actifs envisagées, soit 2) en remplacement de tout remboursement en numéraire, si les produits de cessions espérés (ajoutés au premier dividende déjà versé) sont inférieurs à la valeur cible égale à 310 millions d'euros et que la majorité des créanciers FRN s'oppose à la poursuite du programme de cession d'actifs. Le montant total des offres des tiers sollicités pour l'acquisition des différents actifs s'avère être en dessous de la valeur cible. Seul le scénario prévoyant la conversion de 100 % de la dette FRN en capital en échange de 87 % du capital social de la société est alors envisageable⁶⁴.

53. Dans ce scénario, il est prévu que les porteurs de la dette OBSAR ne reçoivent que des bons de souscriptions d'actions ouvrant droit au maximum à 10 % du capital de Belvédère. Les bons doivent leur permettre de bénéficier du retour à meilleur fortune de la société, dans l'éventualité où, dans les deux ans à compter de l'émission des bons, le cours de l'action

Belvédère est au moins égal au prix théorique de souscription d'actions des porteurs de dette FRN au moment de la conversion de leur dette en actions Belvédère (soit 20,59 €⁶⁵). Les porteurs de la dette OBSAR doivent alors espérer une augmentation du cours de l'action de 230 % par rapport au cours de l'action au 31 mai 2013 (égal à 8,95 €).

54. Dans ce scénario, les actionnaires parviennent à conserver 13 % du capital social de la société. Ils se voient également attribuer des bons de souscription d'actions (« BSA ») ouvrant droit au maximum à 10 % du capital de Belvédère. Ces bons leur permettant de bénéficier du retour à meilleur fortune de la société dans l'éventualité où, dans les trois ans à compter de l'émission des bons, pour la moitié des bons, et dans les cinq ans, pour la moitié restante, le cours de l'action Belvédère est au moins égal à 120 % du prix théorique de souscription d'actions des porteurs de dette FRN, au moment de la conversion de leur dette en actions Belvédère (soit 24,71 €). Les porteurs de la dette OBSAR doivent alors espérer une augmentation du cours de l'action de 276 % par rapport au cours de l'action au 31 mai 2013⁶⁶.

55. Les porteurs de la dette OBSAR et les créanciers FRN sont invités le 19 septembre 2012 à voter l'approbation du plan au sein d'une même assemblée obligatoire conformément aux dispositions de l'article L. 626-32 Code de commerce. Le droit ne tient pas compte de la divergence d'intérêts existant entre les différentes catégories de créanciers, puisque l'approbation des deux tiers de l'ensemble des obligataires est suffisante pour faire adopter le plan. Une partie des porteurs de la dette OBSAR refuse d'approuver ce dernier. Le montant de la dette OBSAR étant inférieur au tiers du montant de la dette FRN, leur opposition n'empêche pas le plan d'être formellement approuvé par l'assemblée unique des obligataires.

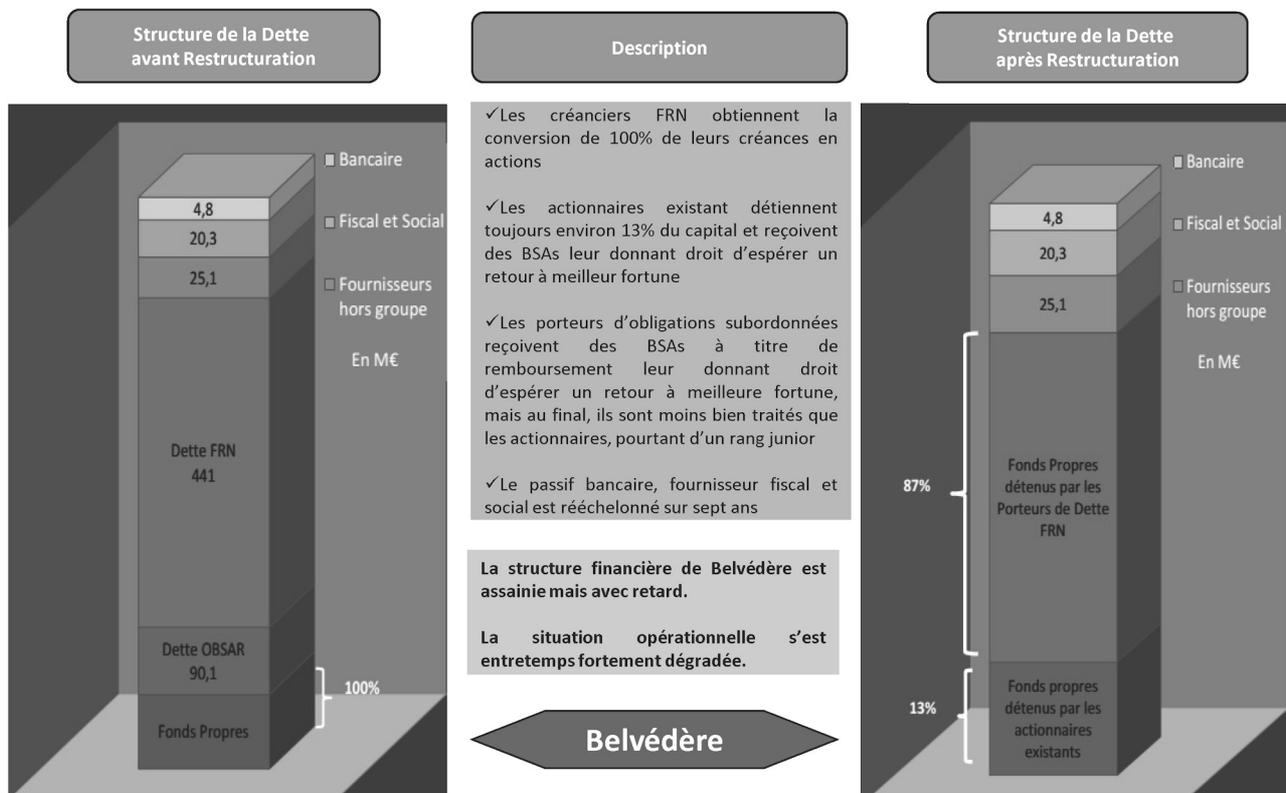
56. Se considérant toutefois lésés, certains porteurs de la dette OBSAR concluent un protocole transactionnel avec les créanciers FRN et Belvédère le 4 février 2013. Ce protocole prévoit que les porteurs d'OBSAR signataires de l'accord (tout comme ceux qui adhéreront par la suite) recevront, après autorisation conférée par ordonnance du juge-commissaire, intervenue le 1^{er} février 2013, la remise par Belvédère d'actions d'auto-contrôle. Cette remise d'actions est réalisée en contrepartie, notamment, de l'abandon des poursuites visant à faire annuler la délibération des porteurs d'obligations en assemblée. Les porteurs d'OBSAR obtiendront par la suite une modification du plan de redressement judiciaire. Cette modification leur permet de recevoir les BSA en remboursement de leurs créances, juste après la date d'adoption du jugement du tribunal de commerce approuvant les modifications du plan de redressement.

57. Sur deuxième convocation, l'assemblée générale des actionnaires approuve le plan, le 28 février 2013, en dépit des contestations soulevées par plusieurs actionnaires minoritaires. Un contentieux est formé afin de remettre en cause la

⁶⁴ Les porteurs FRN se voient également remettre des bons de souscription d'actions afin de neutraliser toute dilution de leur participation au capital de la société pouvant résulter de l'exercice par les porteurs d'OBSAR de leurs BSARs.

⁶⁵ Ce cours est établi, en tenant compte du nombre de titres émis afin que les créanciers FRN détiennent 87 % du capital (21 415 385) et du montant de la dette FRN restant à payer (441 288 000€).

⁶⁶ Il est prévu pour les autres créanciers dont la créance représente environ 50 millions d'euros (en ce compris un passif fiscal égal à 20 millions d'euros), l'option entre un paiement du tiers de leur créance pour solde de tout compte ou le remboursement de l'intégralité de celle-ci en 7 échéances annuelles. Ces derniers optent pour un paiement complet étalé sur 7 ans.



validité des délibérations prises par l'assemblée générale extraordinaire.

58. Le plan de redressement de Belvédère est ensuite présenté au tribunal de commerce de Dijon le 11 mars 2013 et arrêté par jugement du 19 mars 2013⁶⁷.

59. Depuis l'approbation par le tribunal de commerce de Dijon des plans de redressement de sept filiales (dont celui de Marie Brizard), le 9 avril 2013, le désendettement massif mais tardif du groupe Belvédère est réalisé. La situation opérationnelle de Belvédère s'aggrave cependant entre-temps. Son EBITDA de 10,7 millions d'euros pour l'exercice 2011 n'est plus que de 3,2 millions au titre de l'exercice 2012⁶⁸. Ce désendettement s'illustre de la manière suivante :

B. Interprétation

60. En dépit des obstacles juridiques à la libre négociation entre les différentes parties, le plan de redressement judiciaire de Belvédère est finalement le fruit d'un accord entre la direction du débiteur et certains fonds d'investissement détenant une part significative des dettes du groupe. Ce succès est néanmoins relatif. L'approbation du plan n'a pas empêché la destruction de valeur dans des proportions importantes (1) ainsi que des transferts de richesse indus de créanciers à actionnaires en particulier (2).

1. Défaillances de la loi et destructions de valeur

61. Face à la menace de la crise de liquidité, le dirigeant de Belvédère a dû se résoudre à perdre le contrôle du groupe.

67 T. com. Dijon, 19 mars 2013, RG n°2012008452.

68 Communiqué de la société Belvédère S.A. du 8 avril 2013, présentant les résultats la société au titre de l'exercice 2012, selon les données chiffrées arrêtées le 20 mars 2013 par le conseil d'administration de la société.

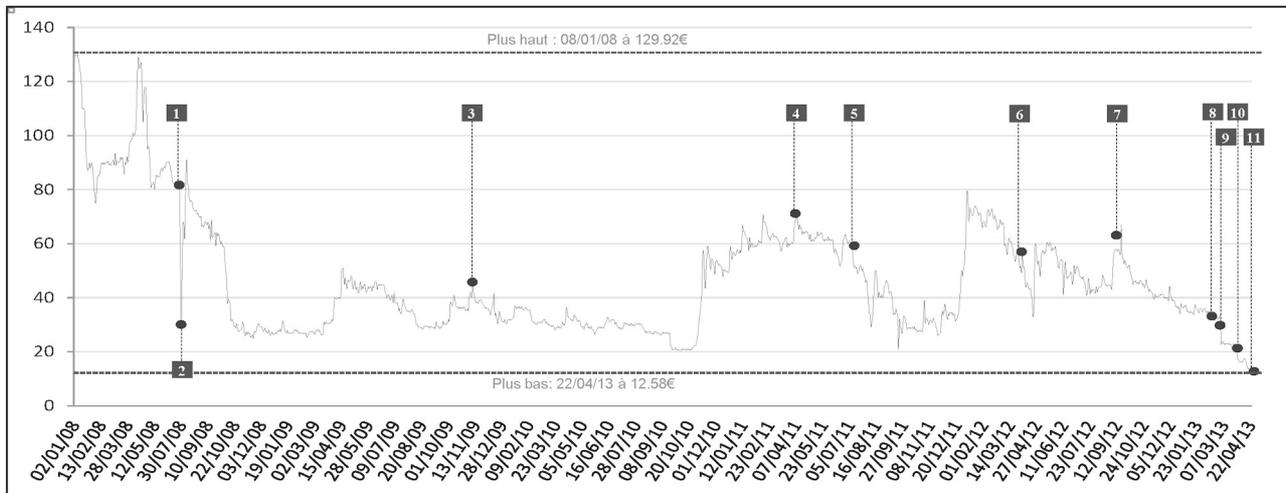
La dilution des droits des actionnaires est finalement importante. Les créanciers FRN de Belvédère se retrouvent détenteurs d'environ 87 % du capital de la société. Non sans ironie, les actionnaires de Belvédère sont ainsi dilués dans des proportions sans doute supérieures à celles dans lesquelles ils se seraient retrouvés, si la proposition des fonds d'investissement avait été retenue, en 2009⁶⁹.

62. Les porteurs d'OBSAR n'ont, quant à eux, droit à aucun remboursement en numéraire et ne peuvent espérer qu'un retour à meilleure fortune. Dans l'hypothèse d'une hausse très significative du cours de bourse de Belvédère, ils pourraient au mieux exercer leurs BSA leur donnant droit, au maximum, à 10 % du capital. A contrario, leurs droits n'auraient pas été affectés, si la proposition des fonds d'investissement avait été acceptée par les dirigeants en 2009.

63. Par rapport à 2009, l'aggravation de la situation des différentes catégories d'investisseurs, n'est que le reflet de l'aggravation des difficultés de Belvédère sur un plan opérationnel pendant toute la période 2008-2013. L'ouverture de deux procédures collectives successives et la multiplication des contentieux opposant la société à ses créanciers, auront été ainsi dommageables au groupe. Ses relations avec ses fournisseurs et ses clients ont sans doute été affectées par ces événements. De surcroît, l'attention de la direction a été accaparée, pendant plus de cinq ans, par les problèmes financiers du groupe au détriment des considérations d'ordre opérationnel.

64. La dégradation de la situation du groupe est visible à travers l'analyse de l'évolution du cours de l'action Belvédère.

69 Cf. § 10.



1	20 juin 2008 : Suspension de la cotation et ouverture de la première procédure de sauvegarde
2	30 juillet 2008 (reprise de la cotation) : 29,80€
3	10 novembre 2009 (adoption du plan de sauvegarde) : 44,40€
4	4 avril 2011 (résolution du plan de sauvegarde) : 66,20€
5	1er juillet 2011 (ouverture de la seconde procédure de sauvegarde) : 60,19€
6	20 mars 2012 (conversion de la procédure de sauvegarde en redressement judiciaire) : 56,10€
7	18 septembre 2012 (conclusion de l'accord avec une majorité d'obligataires) : 55,78€
8	4 février 2013 (conclusion de l'accord transactionnel avec les créanciers FRN) : 36,12€
9	28 février 2013 (vote favorable du plan de redressement) : 33,50€
10	11 mars 2013 (accord du tribunal sur l'adoption du plan de redressement) : 22,91€
11	9 avril 2013 (adoption du plan de redressement de Marie Brizard par le tribunal) : 16,32 €

65. Le traitement favorable accordé par le droit français des procédures collectives à l'entreprise défaillante a pu, dans un premier temps, expliquer la hausse brutale du cours de l'action en 2008, postérieurement à l'ouverture de la procédure de sauvegarde, lors de la reprise des cotations. Le marché n'a en effet réalisé qu'avec retard que l'ouverture de la procédure de sauvegarde était, singulièrement en France, bien plus favorable aux actionnaires qu'aux créanciers. Le maintien du cours de l'action jusqu'à mars 2003 traduit la difficulté du marché à évaluer la véritable valeur de l'action d'une société en difficulté. La baisse brutale du cours de bourse après l'adoption du plan de redressement judiciaire de Belvédère reflète finalement l'aggravation des difficultés opérationnelles du groupe.

66. La loi n'est pas étrangère à ce manque d'anticipation des difficultés. Le transfert du contrôle de Belvédère survient trop tardivement, la situation opérationnelle du groupe s'étant fortement dégradée entretemps (1.1). La présence de créanciers importants, enclins à jouer un rôle actif afin de préserver leurs intérêts, alignés à ceux du groupe, a néanmoins permis d'éviter le démantèlement de ce dernier (1.2).

1.1. Un transfert du contrôle trop tardif

67. Les dirigeants ont dû se résoudre à perdre le contrôle du groupe après le placement de Belvédère en redressement judiciaire. Cette fois-ci, les dirigeants perdaient la maîtrise de l'issue de la procédure collective. Le tribunal peut en effet décider qu'une procédure de redressement judiciaire se soldera par l'adoption d'un plan de cession totale de l'entreprise

défaillante⁷⁰ ou sera convertie en procédure de liquidation judiciaire⁷¹. Dans les deux cas, les dirigeants et les actionnaires sont évincés. Tout comme en procédure de sauvegarde, le tribunal a certes, en théorie, les moyens de pouvoir prononcer d'office le rééchelonnement des créances sur dix ans, au bénéfice des actionnaires. Cette perspective semblait cependant inenvisageable au cas présent. L'incapacité des dirigeants à respecter l'échéancier du paiement de la dette imposé par le plan de sauvegarde, qu'ils avaient eux-mêmes proposé, ne plaiderait pas en leur faveur.

68. L'affaire Belvédère illustre le fait que permettre le transfert du contrôle en d'autres mains que ceux des dirigeants-actionnaires, seulement à l'ouverture de la procédure de redressement judiciaire, est dangereux pour la pérennité de l'entreprise. Une procédure de redressement judiciaire ne peut être ouverte qu'une fois l'état de cessation des paiements caractérisé par le tribunal de commerce. En vertu de 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 ». L'état de cessation des paiements n'étant ni une notion comptable, ni une notion financière, il est très difficile d'en tracer les contours. On la situera entre la date d'une crise de liquidité marquée par une insuffisance de trésorerie, en l'absence de lignes de crédit ouvertes après d'une banque, et la date à laquelle la valeur des actifs de l'entreprise devient inférieure à son passif, quelle que soit la méthode d'évalua-

70 Article L. 631-21-1 du Code de commerce.

71 Article L. 631-15, II° du Code de commerce.

tion retenue⁷². Dans tous les cas, cet état, condition impérative au transfert du contrôle de l'entreprise en d'autres mains, correspond à un stade trop avancé des difficultés que peut connaître une société lorsque, comme dans le cas de Belvédère, sa croissance externe ayant été financée exclusivement par le recours à la dette. Le recours de plus en plus facile au crédit, comme dans le cas de Belvédère, a permis la multiplication des situations dans lesquelles un débiteur peut, à la fois, rester viable, d'un point de vue opérationnel (et mériter à ce titre de voir son activité préservée) et souffrir d'un grave excès de surendettement bien avant la date de cessation des paiements. Conditionner le transfert du contrôle de l'entreprise à la caractérisation d'un état de cessation des paiements illustre les difficultés de notre droit à s'adapter à l'évolution de la finance et de l'économie.

1.2. Un démantèlement du groupe évité

69. Les destructions de richesse induites par le retard pris dans le traitement des difficultés du groupe Belvédère auraient pu être encore plus importantes si le groupe avait été démantelé dans le seul but de permettre son désendettement. Le démantèlement du groupe Belvédère est en réalité évité, en partie grâce à la présence de certains fonds d'investissement, ayant acquis une quote-part significative de la dette FRN du groupe et désireux d'exercer une influence sur la gouvernance de la société.

70. L'accord conclu entre les fonds d'investissement et les dirigeants de Belvédère prévoyait en substance la cession d'un grand nombre d'actifs du groupe afin de permettre le remboursement en numéraire d'une quote-part significative de la dette FRN. Le démantèlement du groupe devait ainsi permettre son désendettement. L'objectif était de permettre le remboursement en numéraire des créanciers FRN à hauteur de 310.000.000 €. Les dirigeants de Belvédère étaient, cette fois-ci, contraints de mettre en vente les différents actifs durant la période d'observation. Plusieurs facteurs laissaient néanmoins augurer des offres de prix inférieures aux prévisions des dirigeants : 1) la dégradation de la situation opérationnelle de Belvédère, 2) l'impossibilité d'utiliser la procédure de redressement judiciaire comme un instrument permettant de restructurer la société sur le plan opérationnel⁷³ et 3) les conditions dans lesquelles ces cessions étaient envisagées (à bref délai et en l'absence de toute mesure de restructurations opérationnelles préalables). Sur ce dernier point, le risque de vente à un prix déprécié est particulièrement significatif dans la mesure où les tiers sont légitimement en droit de craindre qu'ils ne disposent pas de toute l'information nécessaire afin de pouvoir évaluer à la juste valeur les

actifs. Dans ce « *market for lemons* », ils appliquent corrélativement un discount⁷⁴.

71. En dépit du sort peu favorable réservé par la loi aux créanciers durant la période d'observation, les fonds d'investissement ont réussi à obtenir des dirigeants de Belvédère et de l'administrateur judiciaire que le démantèlement du groupe soit subordonné à l'accord de la majorité des créanciers FRN, si les offres de prix formulées par les tiers devaient être en dessous du seuil de 310.000.000 €. Il était possible d'augurer qu'en dessous de ce montant, la vente forcée des actifs devait entraîner des destructions de valeur inutilement coûteuses pour les créanciers devenus propriétaires résiduels. L'administrateur judiciaire était, quant à lui, invité à donner son accord si les offres de prix devaient être en dessous du seuil de 275.000.000 €.

72. Le fait que l'administrateur judiciaire n'ait pas été en situation de pouvoir s'opposer à une destruction éventuelle de valeur illustre le fait qu'il est préférable que l'allocation des ressources de la société en difficulté procède d'une décision de la part de ceux dont les intérêts sont les plus alignés sur la préservation de valeur d'entreprise. Au cas présent, il s'agissait semble-t-il, principalement des créanciers FRN, compte tenu de l'aggravation des difficultés du groupe. Le transfert du contrôle de l'entreprise défaillante, qui s'est *de facto* opéré au profit des créanciers FRN, en dépit des obstacles juridiques, résulte sans doute de la présence des fonds d'investissement désireux de ne pas rester passifs vis-à-vis des dirigeants de la société. Ces derniers ont ainsi su s'organiser afin de préserver la valeur d'entreprise du groupe, plutôt que d'obtenir un remboursement en numéraire, à tout prix, d'au moins une quote-part de leurs créances.

73. A l'époque, les fonds d'investissement n'ont certainement pas anticipé toutes les conséquences liées à l'acquisition d'une quote-part significative des dettes d'une société de droit français, comme Belvédère, en dépit de l'annonce de la violation par cette-dernière de ses engagements restrictifs. Le droit français des entreprises en difficulté vient en effet empêcher que les prévisions de ces fonds ne se réalisent. Belvédère est l'une des premières affaires, à l'occasion de laquelle, l'« instrumentalisation » de la procédure de sauvegarde au profit de ses dirigeants-actionnaires a été mise en évidence⁷⁵. Les fonds d'investissement se sont ainsi laissés surprendre par le droit français et depuis cet épisode, ceux-ci se sont montrés, en général, plus prudents.

74. Au cas présent, les fonds d'investissement n'avaient pas forcément pour objectif de se retrouver aux commandes de Belvédère. Néanmoins, ils avaient probablement acquis une connaissance suffisante du marché des spiritueux pour se laisser convaincre que le cours de la dette FRN après la violation, par les dirigeants Belvédère, des covenants inclus dans le contrat d'émission obligataire, ne reflétait pas la « vraie » valeur d'entreprise de Belvédère, et ce, en dépit de ses difficultés⁷⁶. Les fonds d'investissement ont cependant

72 La date de cessation des paiements ne se définit en effet, ni à partir du seul critère de la crise de liquidité, c'est-à-dire la date à laquelle, la société n'a pas suffisamment de trésorerie pour s'acquitter de son passif exigible, ni à partir de la valeur de l'actif net de la société (ce qui supposerait de prendre compte l'ensemble des actifs, et pas seulement les « actifs disponibles »). Elle ne se définit pas non plus à partir d'un critère financier, telle que la valeur d'entreprise, que cette valeur soit déterminée par référence à la valeur de marché des actifs, ou encore en fonction des perspectives de trésorerie futures qui supposeraient que soit pris en compte la valeur de l'ensemble des actifs de la société (et non seulement l'actif disponible).

73 Comme évoqué précédemment (cf. §45), contrairement, par exemple, au *Chapter 11* du code des faillites américain, le droit français ne permet pas, au cours de la procédure collective, d'isoler rapidement les actifs utiles au redressement de la société, de ceux qui ne le sont pas. Par ailleurs, le droit français des entreprises en difficulté ne rend pas envisageable la remise en cause des baux immobiliers et des salaires aussi facilement qu'aux États-Unis, faute de permettre l'extinction des créances en responsabilité délictuelle ou contractuelle pouvant survenir.

74 AKERLOF, G. A., *The Market for « Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 *Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, 84 (3), 1970, pp. 488-500.

75 D'autres dossiers emblématiques ont suivi depuis. V. not. : Cass. com., 26 juin 2007, n°06-20.820, Affaire « *Scumberger* » ou Cass. com., 8 mars 2011, n° 10-13988, Affaire « *Cœur Défense* ».

76 La stratégie de ces fonds est variable. Le plus souvent, les fonds spécialisés sur le segment des entreprises en difficulté, investissent dans les titres de dette qu'ils considèrent comme étant sous-évalués, après analyse des

omis à l'époque de tenir compte des spécificités du droit français des entreprises en difficulté. Au cas, présent, nul ne peut prédire quel aurait été le déroulement des événements, en l'absence de fonds d'investissement, suffisamment importants pour s'opposer à la direction de la société.

2. Défaillances de la loi et transferts de richesse indus

75. Le développement de la finance a encouragé la multiplication de catégories d'investisseurs, en fonction de leur appétence au risque et, corrélativement, de leurs exigences en termes de rendement. Cette multiplication de catégories de droits procède de la conclusion d'un ensemble d'accords, soit directement entre les investisseurs, soit à travers l'entremise de la société. Ces accords, qu'ils prennent la forme de sûretés réelles⁷⁷ ou des conventions de subordination⁷⁸, permettent l'établissement d'un ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes. Ainsi, comme a pu le noter un auteur⁷⁹, par-delà les questions d'imputation des paiements du débiteur et du principe de *waterfall*, les effets d'un accord de subordination ou d'une convention inter-crédanciers doivent trouver avant tout à s'appliquer lors de la survenance de la procédure collective. Cela signifie que les actionnaires, détenteurs d'un droit de créance illimité sur la société, doivent être les premiers à supporter les pertes, peu important alors que la société fasse l'objet ou non d'une dissolution.

76. La restructuration du groupe Belvédère illustre l'incapacité du droit français des entreprises en difficulté à assurer le strict respect des conventions organisant les rangs de priorité entre les différentes catégories de créanciers et d'actionnaires

.....
fondamentaux de leurs cibles. Les fonds espèrent de cette manière profiter indirectement de la hausse de valorisation des titres de créances (voire des titres de capital obtenus après conversion) des sociétés en difficulté, une fois que celles-ci sont restructurées. L'existence d'une situation d'asymétrie d'information entre les fonds et le marché, en ce qui concerne la « vraie » valeur des cibles identifiées, est souvent essentiellement à l'origine de la décision d'investissement de ces fonds sur le marché secondaire de la dette. Les fonds n'ont pas forcément l'intention d'exercer une influence sur la gouvernance de leurs cibles.

77 Le fait que l'arrêt des poursuites déclenché en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire empêche les titulaires de sûreté de pouvoir saisir les actifs, n'est pas forcément un obstacle à la mise en œuvre du droit de préférence des créanciers privilégiés. Ces derniers conservent un droit de préférence par rapport aux autres créanciers, à hauteur de la valeur des actifs sous-jacents, à la condition que la procédure collective garantisse aux titulaires de sûretés que leurs droits ne seront pas affectés tant que les créanciers chirographaires et les actionnaires conservent des droits sur la société débitrice. Comme le droit des entreprises en difficulté ne permet pas la réaffectation des droits sur l'entreprise sans le consentement des actionnaires et des créanciers, le droit de préférence des titulaires de sûreté est sans effet en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire. Cette situation explique le caractère relativement inefficace de bon nombre de sûretés en droit français.

78 L'accord de subordination est le contrat par lequel un créancier dit « junior » accepte que les créances qu'il détient vis-à-vis d'un emprunteur ne soient remboursées qu'après règlement des créanciers « senior ». Ce type d'engagement peut être pris soit vis-à-vis d'une catégorie de créanciers en particulier, à travers la signature d'une convention de subordination, soit vis-à-vis du débiteur au bénéfice de l'ensemble des créanciers. Cette possibilité est expressément prévue par la loi (article L. 228-97 du Code de commerce).

79 WOOD P., *Project finance, securitisations subordinated debt*, The Law and Practice of International Finance Series, vol. 5, 2nd éd., 2007, n°10-001 : « Like security, subordination is relevant only if the debtor is insolvent because until then both junior and senior creditors can be paid in full. Hence the fundamental object of subordination is that it should be successful on insolvency ».

(2.1). Cette situation engendre un certain nombre de conséquences négatives pour la société dans son ensemble (2.2).

2.1. Violation des rangs de priorité entre investisseurs par l'effet du droit des entreprises en difficulté

77. Le remboursement des OBSAR émis par la société Belvédère est, en vertu du contrat d'émission, subordonné au paiement de l'ensemble des autres créances : la dette FRN, mais également les autres créanciers chirographaires (créanciers bancaires, fournisseurs). Les porteurs d'OBSAR sont donc en position de créanciers *senior* vis-à-vis des actionnaires et de créanciers *junior* vis-à-vis de tous les autres créanciers de la société.

78. Le droit français ne s'est jusqu'à présent que très peu préoccupé du respect de l'ordre de priorité entre les différentes catégories d'investisseurs. Le plan de redressement judiciaire de Belvédère en est une nouvelle illustration.

Existence d'un transfert de richesse au profit des actionnaires et au détriment des créanciers FRN

79. A l'issue de la procédure de redressement judiciaire de Belvédère, ses actionnaires sont parvenus à conserver une quote-part du capital de la société égale à 13 % de ce dernier. Les porteurs de dette FRN et OBSAR ont pourtant dû renoncer au remboursement intégral de leurs créances en numéraire. Cette violation de l'ordre des priorités en faveur des actionnaires est la conséquence de l'application des dispositions impératives du droit des sociétés en matière d'augmentation de capital. Ces dispositions, protectrices des droits des actionnaires, restent applicables en dépit de l'ouverture d'une procédure collective. La conversion de la dette FRN en actions est ainsi soumise à l'approbation préalable des actionnaires réunis en assemblée générale extraordinaire, comme en cas d'augmentation de capital intervenant hors de toute procédure collective. Les actionnaires ne sont évidemment pas disposés à voter leur propre exclusion (la solution aurait été peut-être différente dans une société non cotée, où certaines considérations relatives à la réputation peuvent prendre le pas sur les seuls intérêts financiers des associés de ce type de sociétés). Le droit de vote dont disposent les actionnaires oblige, en conséquence, les créanciers et le dirigeant de la société à leur offrir l'opportunité de conserver des droits au capital de la société. Cette situation entraîne une violation de l'ordre de priorité. Si la société avait été dissoute volontairement, ou dans le cadre d'une procédure de liquidation judiciaire, les actionnaires n'auraient en effet eu aucun droit sur le prix de cession des actifs de Belvédère. Ce prix aurait servi au remboursement des créanciers, selon l'ordre de préférence légal d'apurement du passif. Étant donné le niveau d'endettement de Belvédère, le prix de cession des actifs n'aurait jamais été suffisant pour permettre aux actionnaires d'espérer percevoir un quelconque boni de liquidation. L'absorption par les actionnaires des pertes en premier, avant les créanciers, est la contrepartie à leur droit de créance illimité sur les résultats à venir de la société. Il n'existe aucune raison de différencier le sort des actionnaires selon que la société soit liquidée ou fasse l'objet d'un redressement. Le maintien des dispositions du droit des sociétés, en dépit de l'état d'insolvabilité de la société, encourage donc la violation de l'ordre des priorités.

80. La violation de l'ordre de priorité est manifeste lorsque le sort des porteurs d'OBSAR est comparé à celui des action-

naires de Belvédère. Les premiers, en dépit de leur rang de séniorité supérieur à celui des actionnaires, ne reçoivent que des BSA en remboursement de leurs droits de créance. Ces BSA ne peuvent, le cas échéant, leur donner droit qu'à 10 % du capital au maximum. Eu égard aux modalités d'exercice de ces BSA, il est possible que les porteurs d'OBSAR ne soient pas du tout remboursés. En toute hypothèse, la valeur de leurs BSA est inférieure à la valeur des droits des actionnaires sur la société. Ces derniers conservent en effet 13 % du capital de la société et se voient également remettre des BSA, pouvant donner droit jusqu'à 10 % du capital.

Les porteurs d'OBSAR ne sont pas lésés dès lors que la valeur d'entreprise de Belvédère est inférieure au passif hors groupe auquel sont subordonnées les obligations

81. Les porteurs d'OBSAR ne sont néanmoins pas *de facto* lésés. Compte tenu du montant total de la dette FRN (441 millions d'euros), la conversion de la totalité de la dette FRN en un nombre d'actions représentant 87 % du capital, fait ressortir une valeur d'entreprise implicite égale à 508 millions d'euros. A supposer que cette valeur d'entreprise implicite corresponde à la valeur d'entreprise réelle de Belvédère, les porteurs d'OBSAR auraient été effectivement lésés. La valeur d'entreprise aurait bien été inférieure au montant total du passif de Belvédère (hors passif intra-groupe). Cependant, la valeur d'entreprise aurait été légèrement supérieure au montant total du passif privilégié et chirographaire de Belvédère, soit un total d'environ 491 millions d'euros, au remboursement duquel est subordonné le paiement des obligations subordonnées. La valeur d'entreprise de Belvédère aurait ainsi « cassé » au niveau du rang des OBSAR, selon l'expression consacrée par la pratique. Dans cette hypothèse, les porteurs d'OBSAR auraient pu prétendre, si l'ordre des priorités avait été rigoureusement respecté, à l'intégralité des actions représentant le capital de Belvédère (après exclusion préalable des actionnaires). Il est cependant improbable que la valeur d'entreprise de Belvédère soit égale à 508 millions d'euros. Si tel avait été le cas, Belvédère aurait été, par hypothèse, en mesure de pouvoir rembourser à terme sa dette FRN, ou *a minima*, parvenir à la faire refinancer sur les marchés financiers. La conversion de la dette OBSAR en actions Belvédère n'aurait été possible que sous réserve que les droits des porteurs FRN ne soient pas affectés par le plan de redressement judiciaire. Il ne semble faire aucun doute, qu'en l'espèce Belvédère, n'était pas en mesure de s'acquitter de sa dette FRN, ni même de refinancer l'emprunt obligataire en faisant appel au marché.

82. Cette conclusion rejoint celle de l'expert indépendant, mandaté par la société comme l'exige l'AMF, afin d'éclairer les actionnaires, amenés à approuver la conversion de la dette FRN en actions, en assemblée générale. L'expert indépendant retient une valeur d'entreprise égale à 450 millions d'euros⁸⁰. C'est un montant inférieur à la dette, au remboursement de laquelle les OBSAR sont subordonnés. Le fait que les OBSAR n'aient eu droit qu'à des BSA, leur permettant de pouvoir espérer à un retour à meilleure fortune, limité, n'est donc pas contraire à leur contrat d'émission. Les travaux de l'expert indépendant confirment par ailleurs que les actionnaires ont été indûment avantagés.

83. Contrairement aux actionnaires « hors la monnaie » (selon l'expression consacrée par la pratique lorsque la valeur

d'entreprise est inférieure au montant du passif comptable), les porteurs d'OBSAR n'ont pas été en mesure de tirer profit des dispositions du Code de commerce relatives à l'approbation des plans de redressement judiciaire afin d'obtenir des avantages indus au regard de l'ordre de priorité des paiements⁸¹. Ils ne disposaient pas d'un droit de veto comme les actionnaires. En effet l'article L. 626-29 du Code de commerce⁸² prévoit que dès que certains seuils alternatifs sont dépassés⁸³, l'institution de comités de créanciers est obligatoire⁸⁴. Ces comités sont de trois types : le comité des établissements de crédit, le comité des principaux fournisseurs et, le cas échéant, l'assemblée unique des obligataires. Ces différents comités ont alors à se prononcer sur le plan de restructuration qui leur est proposé, à la majorité des deux tiers du montant des créances détenues par les membres ayant exprimé un vote. Au regard du montant de la dette obligataire subordonnée (égal à 90,1 millions d'euros⁸⁵), par rapport au montant de la dette FRN (égal à 441 millions d'euros), il ne faisait aucun doute que les porteurs d'OBSAR allaient être minoritaires au sein de l'assemblée obligataire, dans la mesure où ils représentaient moins d'un tiers du montant total de la dette obligataire. Cette situation les plaçait de fait, dans une situation où ils pouvaient se voir imposer la loi de la majorité. Contrairement aux porteurs de titres super-subordonnés dans l'affaire Technicolor, les porteurs d'OBSAR ne représentaient donc pas une menace sur l'issue du vote par les obligataires⁸⁶. Dans d'autres affaires, il est regrettable que les règles applicables à la composition des différents comités de créanciers/obligataires amenés à approuver les plans de restructuration, aient pu entraîner de tels transferts de richesse indus et ce, en dépit des aménagements prévus par la loi⁸⁷. L'instauration de règles d'approbation du plan en fonction des différentes classes de comités de

-
- 81 On notera, qu'en dépit du traitement déjà très favorable accordé aux actionnaires, ces derniers pourront également bénéficier de l'éventuel retour à meilleure fortune de la société, grâce à la remise des BSA, et ce peu important que les titulaires d'OBSAR n'aient pas été complètement remboursés entretemps, au regard des modalités d'exercice des bons de souscription d'actions.
- 82 Applicable à la procédure de sauvegarde et à celle de redressement judiciaire sur renvoi opéré par l'article L. 631-19, I° du Code de commerce.
- 83 L'article R. 626-52 du Code de commerce prévoit que pour l'application de l'article L. 626-29 précité, ces seuils sont fixés à 150 salariés et 20 millions de chiffre d'affaires.
- 84 Belvédère n'atteignant pas les seuils précités, le juge-commissaire a rendu une ordonnance le 18 juillet 2012, en application de l'article L. 626-29 du Code de commerce, permettant d'instituer des comités de créanciers même en-deçà des seuils fixés.
- 85 Il ressort du document de référence de Belvédère pour l'année 2006 qu'au mois d'avril de cette année CL Financial Group a souscrit pour 92,5 millions d'euros à l'émission d'OBSAR réalisée par Belvédère, pour un montant total de 160 millions d'euros remboursables en 2014. Le 13 avril 2006, CL Financial Group a exercé 457 720 bons rattachés à ses obligations OBSAR 2006 afin d'obtenir des actions de la société Belvédère. Le solde de la dette obligataire subordonnée est obtenu après avoir pris en comptes les différents séquestres.
- 86 Les porteurs de titres super-subordonnés dans l'affaire Technicolor ont en effet pu bénéficier d'un paiement en numéraire immédiat égal à 25 millions d'euros, en dépit du fait qu'ils étaient, tout comme les porteurs d'OBSAR, hors la monnaie. V. not. VERMEILLE S., FRANÇOIS T., *Le « feuilletton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, JCP éd. E, n°40, 4 oct. 2012, 1582, p. 27.
- 87 La loi a certes prévu certains aménagements. Depuis la loi du 22 octobre 2010, le législateur a modifié l'article L. 626-30-2 du Code de commerce et consolidé la reconnaissance par le droit français de ces accords en donnant au juge compétence pour prendre « en compte les accords de subordination entre créanciers conclus avant l'ouverture de la procédure ». La simple mention de la « prise en compte » des accords de subordination est donc préjudiciable aux créanciers. Sauf à modifier les conditions d'appro-

80 AMF, note d'opération de Belvédère n°13-0162, 16 avril 2013.

créanciers paraît essentielle⁸⁸. Le Conseil d'analyse économique l'a récemment rappelé⁸⁹. Les créanciers ne devraient pas être autorisés à laisser voter ensemble des investisseurs placés dans une situation différente.

2.2. Conséquences du non-respect des rangs de priorité

84. La violation de l'ordre de priorité entre les différentes catégories d'investisseurs, par l'effet de la loi, crée un climat d'insécurité juridique propice à la multiplication des contentieux. Au cas présent, les titulaires d'OBSAR étaient insatisfaits du sort que le débiteur et les créanciers FRN leur avaient réservé et ont rejeté le plan de redressement qui leur était soumis.

85. Se considérant injustement traités au regard du sort réservé aux actionnaires, certains porteurs d'OBSAR ont réussi, aux termes d'une transaction conclue avec les créanciers détenant une quote-part significative de la dette FRN et la société, à se voir réserver une situation plus favorable grâce à la remise d'actions d'autocontrôle détenues par certaines filiales de Belvédère. Le bénéfice de la transaction a été ensuite étendu aux autres porteurs d'OBSAR, sous réserve qu'ils adhèrent à l'accord, payent certains frais de conseils et renoncent à toute poursuite judiciaire⁹⁰. Les porteurs d'OBSAR se voient donc privés d'accès au juge, s'ils ne veulent pas être moins bien traités que les porteurs d'OBSAR initiateurs de la transaction et placés dans une situation similaire à la leur. La solution n'est, en définitive, pas satisfaisante du point de vue de la sécurité juridique et lèse en définitive les porteurs de FRN.

86. L'absence de principes directeurs, dans notre droit des entreprises en difficulté, relatifs au respect de l'ordre des priorités de remboursement convenues contractuellement, antérieurement à l'ouverture de la procédure collective, encourage même les actionnaires de Belvédère à engager des recours contentieux, afin d'améliorer leur sort. Une première audience s'est tenue le 23 mars 2013, pour l'instant sans suite.

87. Si le droit des entreprises en difficulté était davantage respectueux des accords contractuels, les contentieux entre les parties seraient limités aux questions portant sur la valorisation retenue de l'entreprise, sur la base de laquelle, les droits des parties seraient réaffectés. Dès lors que les rangs de priorité sont rigoureusement respectés par le juge durant la procédure collective, le risque de contentieux est en effet significativement limité. Les États-Unis, dont le droit des faillites est très respectueux de l'ordre de priorité, en est une illustration. L'activité des avocats est principalement transac-

tionnelle, au même titre que l'activité des avocats réalisant des opérations de fusion-acquisition⁹¹. En France, la pratique des avocats demeure essentiellement contentieuse. Quasiement toutes les affaires relatives à la restructuration de sociétés au bilan complexe, ont donné lieu à des contentieux (Eurotunnel, Technicolor, Cœur Défense, Orco Property Group). Aux États-Unis, les parties sont encouragées à trouver une solution à l'amiable afin d'éviter un litige sur la valorisation de l'entreprise défaillante, coûteux pour les créanciers résiduels dont les droits sont contestés par les créanciers *junior*/actionnaires. L'octroi de BSA aux créanciers d'un rang de séniorité plus *junior*, voire à des actionnaires permet souvent d'éviter les litiges, en repoussant à plus tard la question de la détermination de la valeur du débiteur. Ainsi, les parties peuvent convenir que les actionnaires pourront obtenir un remboursement partiel sous forme d'actions, dès lors que la valeur de marché des actions remises aux créanciers lors de la restructuration, en contrepartie de l'abandon de leurs créances, est égale au montant initial de leurs créances. De surcroît, aux États-Unis, tout contentieux éventuel sur la valeur du débiteur est tranché par le juge avant l'approbation du plan de restructuration⁹². À l'inverse, en France, les contentieux ont lieu à l'occasion ou postérieurement à l'approbation du plan. Comme en attestent les divers contentieux Technicolor⁹³, les juges sont encouragés à éviter, par tous moyens, de faire droit aux prétentions des créanciers, au besoin à l'issue d'une interprétation audacieuse de la loi. L'annulation des plans de sauvegarde ou de redressement judiciaire par le tribunal, paraît inenvisageable. Afin d'éviter la prolifération de contentieux, il est indispensable que le droit des entreprises en difficulté respecte davantage les accords initialement conclus. D'autres conséquences néfastes sont engendrées par la violation systématique de l'ordre de priorité⁹⁴.

88. À protéger de manière excessive, au cours de la procédure de sauvegarde, le débiteur et ses actionnaires du risque de dilution, le droit français conduit à l'avènement inévitable d'un redressement judiciaire qui s'avèrera plus dilutif pour les actionnaires que le plan proposé initialement par les créanciers. En ce qui concerne Belvédère, près de cinq années auront été perdues.

bation du plan par les créanciers, le droit français continuera à permettre la violation des accords de subordination.

88 Il paraît dès lors utile à l'avenir de distinguer la question de la composition des différentes classes de créanciers pour les seuls besoins de l'approbation du plan, de la création de comités de créanciers chargés de contrôler la direction du débiteur durant la période d'observation. Le nombre de comités pourra logiquement être limité afin de ne pas perturber le bon déroulement de la période d'observation. Les dirigeants du débiteur seraient alors en charge de déterminer le nombre de catégories d'investisseurs. Les créanciers concernés pourraient faire appel de la décision. Les contentieux éventuels sur cette question cruciale seraient alors tranchés par le tribunal de commerce.

89 V. not., PLANTIN G., THESMAR D., TIROLE J., *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op. cit.

90 Document de référence de Belvédère du 10 avril 2013, enregistré sous le numéro R. 13-0013.

91 BERNSTEIN D., *Toward a New Corporate Reorganization Paradigm*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 19, issue 4, pp. 8-15, Fall 2007.

92 BAIRD D. BERNSTEIN D., *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, *Yale Law Journal*, vol. 115, p. 1930, 2006.

93 VERMEILLE S., FRANÇOIS T., *Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, op. cit.

94 V. not. § 104. En droit américain, il existe une parfaite linéarité des subordinations et de la procédure collective sous réserve de l'immixtion du juge pour mettre en œuvre une « *equitable subordination* » permise par le (c) du 510 Chapter 11. L'article 510 (a) du Chapter 11 du Code américain dispose que : « *A subordination agreement is enforceable in a case under this title to the same extent that such agreement is enforceable under applicable nonbankruptcy law.* » (traduction libre : « Un accord de subordination s'applique au titre des dispositions du présent Livre de la même manière qu'il trouve à s'appliquer dans le cadre des dispositions autres. »). La procédure collective est ainsi l'exact et fidèle prolongement de la vie antérieure des projections des parties ; le droit des procédures collectives n'est pas disruptif et respecte la force obligatoire de l'accord de subordination.

Partie III : Un droit des entreprises en difficulté efficace et compatible avec la culture française

89. L'économie du droit (« *Law & Economics* ») consiste à analyser, à l'aide des outils de l'économie, la production et les conditions d'efficacité des règles de droit. Cette démarche peut paraître contestable. Pour certains, la loi ne devrait pas être critiquée au seul motif qu'elle conduit à des résultats inefficaces. Le législateur serait tenu par d'autres considérations. L'objet de cette dernière partie est de démontrer que faire de la maximisation de la valeur des actifs de la société et du respect de l'ordre de priorité les finalités de la procédure collective :

- ◆ n'est pas incompatible avec notre culture française qui voue un attachement important aux droits de propriété des actionnaires (A),
- ◆ n'exclue pas de tenir compte d'autres considérations, comme le sort des salariés (B) et enfin,
- ◆ a des effets *ex ante* très positifs, tant sur l'accès au financement des entreprises, que sur les conditions dans lesquelles, celles-ci peuvent espérer voir leurs difficultés être traitées (C).

A. Une atteinte acceptable aux droits de propriété des actionnaires

90. L'atteinte aux droits de propriété des actionnaires (1.) nous paraît acceptable et donc compatible avec notre culture française, dans la mesure où elle produit un résultat efficace (2.) et est assortie de garanties procédurales (3.).

1. Modélisation de l'atteinte aux droits de propriété des actionnaires

91. La réaffectation anticipée des droits sur la société (actions, créances) cause une atteinte notamment aux droits des actionnaires. Les travaux de modélisation du Prix Nobel d'économie, Robert Merton⁹⁵, permettent de saisir la réalité du préjudice causé aux actionnaires lors de l'ouverture de la procédure collective. Dans ce modèle, le capital social d'une société – les droits des actionnaires – doit être compris comme une option financière. Une option financière est un contrat donnant droit à un acheteur (en l'occurrence les actionnaires) le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre des actifs à un prix spécifique avant ou à une certaine date. Dans le modèle de Merton, les actionnaires ont une option d'achat sur l'ensemble des actifs de la société dont le prix d'exercice est égal au montant du passif de la société (passif comptable et hors bilan). La date d'exercice de l'option est la date à laquelle le passif devient exigible. A cette date, les actionnaires ont la faculté, et pas l'obligation, d'exercer leur option. S'ils ne payent pas le montant de la dette, ils perdent tous droits dans la société, et sont donc évincés. En appliquant les enseignements des travaux de Merton à une situation dans

laquelle une société entre en procédure collective, il est possible de comprendre l'étendue du préjudice subi par les actionnaires.

92. Selon la vision des économistes, l'ouverture de la procédure collective, conduit à transformer des probabilités en certitude. Ces probabilités portent sur l'ensemble des paramètres susceptibles d'empêcher l'emprunteur de pouvoir régler ses dettes à l'échéance initialement convenue. Lorsque la procédure collective conduit à leur éviction de la société, le préjudice des actionnaires est égal à la valeur de leur option. L'ouverture de la procédure collective conduit en effet à :

- ◆ cristalliser la valeur d'entreprise de la société, correspondant au sous-jacent de l'option des actionnaires ;
- ◆ avancer la date à laquelle les actionnaires sont susceptibles d'exercer leur option d'achat sur les actifs de l'entreprise : l'ouverture de la procédure collective survenant avant la date initiale de remboursement des dettes⁹⁶ ;
- ◆ considérer *de facto* que les actionnaires n'exerceront pas leur option venant à expiration dès lors que la valeur de l'actif sous-jacent à leur option est inférieure au passif de la société⁹⁷ (on ne leur permet en effet pas de recapitaliser la société) ;

93. La valeur d'option des actionnaires, et donc l'étendue de leur préjudice, dépend alors de plusieurs facteurs :

- ◆ l'historique de la valeur d'entreprise du débiteur : plus l'activité du débiteur est décroissante dans le temps, plus la probabilité que la société ne parvienne pas à payer à l'échéance sa dette est importante et donc plus la valeur de l'option (et donc l'atteinte aux droits des actionnaires) est réduite,
- ◆ la différence entre le montant du passif et la valeur d'entreprise cristallisée en procédure collective : plus l'écart est grand, plus la probabilité que la société ne parvienne pas à payer à l'échéance sa dette est importante, plus l'atteinte aux droits des actionnaires est réduite,
- ◆ la durée de la période précédant la date d'expiration de l'option, c'est-à-dire de la période s'écoulant entre la date à laquelle la valeur d'entreprise de la société est cristallisée et la date d'échéance initiale du remboursement de la dette : plus la durée de cette période est courte, plus l'atteinte aux droits des actionnaires est réduite,
- ◆ la volatilité de la valeur d'entreprise du débiteur (cette volatilité est très importante dans certains secteurs comme le secteur automobile) : moins cette volatilité est importante, plus la valeur de l'option est réduite ; si les actionnaires ne subissent pas les conséquences des brusques mouvements à la baisse (puisque la valeur de leurs titres

95 Robert Merton a utilisé les formules de Black-Scholes permettant de valoriser les options financières afin de modéliser les probabilités de défaut des entreprises. MERTON R. C., *Theory of Rational Option Pricing*, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 4, n°1, 1973, pp. 141-183. BLACK F., SCHOLLES M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. Pol. Econ. 637 (1973).

96 A cet égard, on peut considérer que les actionnaires ont parfois implicitement accepté de renoncer par avance à leur option. Telle est la situation lorsqu'ils restent actionnaires de la société, en dépit du fait que le dirigeant ait accepté l'insertion, comme dans le cas de l'affaire Belvédère, de covenants, dont la violation entrainerait l'exigibilité anticipée de la dette.

97 De ce point de vue, on peut considérer que l'opération consistant pour les actionnaires à recapitaliser la société revient à prolonger la durée de l'option qu'ils détiennent sur les actifs de la société.

est déjà proche de zéro), ils tireront profit des mouvements brusques à la hausse⁹⁸.

94. Considérer que *de facto* les actionnaires n'exerceront pas leur option lorsque la valeur d'entreprise est inférieure au montant du passif, revient à accepter l'idée que les actionnaires n'ont pas intérêt, dans ces conditions, à recapitaliser la société. Sauf à vouloir profiter indûment de la situation d'asymétrie d'information dans laquelle les actionnaires peuvent parfois se trouver, les dirigeants de l'emprunteur ne devraient en effet pas tenter de procéder à une augmentation de capital. Cette augmentation de capital aurait sinon pour seul effet d'opérer un transfert de richesse des nouveaux apporteurs de fonds aux créanciers⁹⁹. Dès lors que la recapitalisation n'est pas envisageable, il n'y a pas d'autre issue économiquement justifiable que la cession de l'ensemble des actifs ou la conversion de la dette en actions et, donc *in fine*, le transfert du pouvoir de décider du sort de l'entreprise à d'autres acteurs que les actionnaires actuels. Dans cette situation, la société ne peut en effet pas non plus espérer qu'un simple rééchelonnement de sa dette permettra de régler ses difficultés. Un tel rééchelonnement - même décidé en accord avec les créanciers - entraînerait nécessairement une hausse du coût du crédit (sauf à faire supporter les pertes aux seuls créanciers). Cette hausse du coût du crédit est, pour un ensemble de raisons¹⁰⁰, rapidement insupportable pour la société. La société ne peut non plus espérer pouvoir bénéficier d'un abandon de créances sans contrepartie qui conduirait à un transfert de richesse indu des créanciers aux actionnaires¹⁰¹.

2. Une atteinte aux droits de propriété des actionnaires efficace

95. L'atteinte aux droits de propriété des actionnaires est acceptable dans la mesure où elle produit un résultat qui est efficace au sens des théorèmes de Pareto, ou plus généralement de Kaldor-Hicks. Un exemple permet d'illustrer l'efficacité économique au sens de Pareto. Supposons qu'il existe une ressource X appartenant à A. Ce dernier souhaite conserver X qu'il valorise à 5 euros. Supposons que B souhaite acquérir X, qu'il valorise à 10 euros. Le transfert de X à B est

efficace au sens de Pareto sous réserve que 1) B indemnise complètement A pour la perte de X, 2) le transfert de X reste une opération bénéfique pour B et 3) personne d'autre ne subisse de conséquences négatives déclenchées par ce transfert. En pratique, il est particulièrement rare qu'une transaction puisse être efficace au sens de Pareto. Il existe toujours des tiers, qui ne sont pas parties à la transaction, qui souffrent des conséquences engendrées par l'opération. Cela est d'autant plus vrai lorsque le transfert de ressource est provoqué par une loi et non par une transaction. L'efficacité économique d'une loi s'entend le plus généralement au sens de Kaldor-Hicks. Dans notre exemple, le transfert de X est efficace au sens de Kaldor-Hicks à partir du moment où 1) B *pourrait* complètement indemniser A pour la perte de X, 2) B *pourrait* également complètement indemniser toute autre personne qui subirait des conséquences négatives attachées déclenchées par le transfert de X et 3) le transfert de X resterait une opération bénéfique pour B, peu importe que dans les faits, B indemnise ou non les personnes ayant souffert les conséquences de la transaction.

96. La loi qui autoriserait l'expropriation des actionnaires n'en serait en effet pas moins efficace au sens de Kaldor-Hicks à partir du moment où, avancer la date du transfert du contrôle de l'entreprise, procure un bénéfice à la collectivité (*i.e.* l'ensemble des parties prenantes, des partenaires actuels ou futurs), supérieur au coût supporté par les tiers. Comme évoqué précédemment, le bénéfice de la collectivité tient au fait que la réaffectation anticipée des droits dans l'entreprise permet de réduire notamment les conséquences de l'excès d'endettement sur l'outil de production dont dépend la pérennité des emplois au sein de l'entreprise défaillante. Le coût de la détresse financière est évalué, aux États-Unis, selon une étude à 4,5% de la valeur des actifs¹⁰². De plus, des études menées outre-Atlantique ont démontré que les coûts directs liés à l'ouverture d'une procédure collective représentent entre 3 et 5 % de la valeur totale de la société¹⁰³. Ces coûts sont probablement supérieurs au coût supporté par les actionnaires et les créanciers éventuels, dans l'hypothèse où l'expropriation a lieu sur la base d'une estimation de la valeur d'entreprise de la société montrant que cette dernière est insolvable.

3. Une atteinte aux droits des actionnaires proportionnée et assortie de garanties procédurales¹⁰⁴

97. Il ne suffit pas que le bénéfice que retire de la collectivité de l'éviction des actionnaires soit supérieur au coût supporté par ces derniers pour que celle-ci soit acceptable. Conformément à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme en la matière¹⁰⁵, il faut encore que cette atteinte soit

98 La valeur de l'option des actionnaires dépend d'un dernier facteur, le taux d'intérêt des actifs sans risque. Plus ce taux d'intérêt est important, plus la valeur actualisée du montant du passif est faible, et plus la valeur d'option est importante.

99 L'expérience enseigne en effet que si le niveau d'endettement de la société est trop élevé, les associés refusent le plus souvent de remettre de l'argent frais dans la société, sous forme d'apport en capital, quand bien même cet argent servirait à financer des projets rentables. Ils rechignent car ils savent qu'une partie servira à régler prioritairement les créanciers sociaux. L'augmentation de capital social va en effet opérer un transfert de richesse au profit des créanciers, selon un phénomène de « *debt-overhang* », décrit par l'économiste S. Myers. V. MYERS S., *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, 5, 147-75, 1977. Ce fut le cas dans les deux renflouements récents de DEXIA, où les États français, belges et luxembourgeois ont injecté beaucoup d'argent frais dans les fonds propres, au bénéfice des créanciers historiques et au détriment évident du contribuable. Pour ces raisons, l'atteinte portée aux droits des actionnaires est faible.

100 Un rééchelonnement de la dette a en effet un coût important pour les établissements bancaires. Il faut ainsi tenir compte de la valeur « temps », de l'augmentation du risque de défaut du débiteur, du coût de liquidité pour les établissements bancaires qui doivent alors se refinancer sur les marchés et du coût de renforcement des fonds propres.

101 Un abandon de créances sans contrepartie est néanmoins envisageable du point de vue des banques lorsque la valeur d'entreprise de l'emprunteur repose sur la présence du dirigeant/actionnaire aux commandes. Dans les autres cas, un tel abandon de créances entraînerait un transfert de richesse indu des créanciers aux actionnaires.

102 ALMEIDA H., PHILIPPON T., *The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 20, n°4, 2008

103 V. WARNER J., *Bankruptcy Costs : Some Evidence*, Journal of Finance, vol. 32, 1977, pp. 337-347 ; WEISS L., *Bankruptcy Resolution. Direct Costs and Violation of Priority of Claims*, Journal of Financial Economics, vol. 27, 1990, pp. 255-311.

104 Les développements suivants ne concernent que l'atteinte portée aux droits des actionnaires. Un raisonnement similaire peut cependant être tenu lorsque l'atteinte porte également sur les droits des créanciers les plus *junior*.

105 A ce sujet, voir la jurisprudence rendue par la Cour européenne des droits de l'homme et notamment : CEDH, *Sporrong et Lönnroth c. Suède*, 23 sept. 1982, Applications n°7151/75, 7152/75, A 052 ; CEDH, *Sporrong et*

proportionnée et assortie de garanties procédurales¹⁰⁶. Même si elle est dans l'intérêt de la collectivité, il n'est pas envisageable de porter atteinte aux droits des actionnaires lorsque la valeur de leurs droits reste significative. Il n'est pas prévu d'ailleurs d'indemniser les actionnaires dans le cadre de la procédure collective. La procédure collective devrait ainsi comprendre un certain nombre de règles procédurales permettant de s'assurer que les droits des actionnaires évincés étaient bien d'une valeur négligeable au moment du transfert du contrôle de l'entreprise en d'autres mains. Les actionnaires devraient donc pouvoir avoir un accès au juge afin de contester la valeur d'entreprise sur la base de laquelle ils ont été évincés. Lorsque le juge est saisi, ce dernier devrait pouvoir s'entourer, le cas échéant, d'experts afin de lui permettre de trancher le contentieux, et ce, avant la fin de la procédure collective.

98. Sous réserve d'adapter les règles de la procédure collective, les actionnaires pourraient même avoir la garantie d'être en quelque sorte, indemnisés de la perte de leur valeur d'option. L'ouverture de la procédure collective pourrait ainsi donner lieu à une période d'exclusivité au profit du dirigeant, pendant laquelle, il serait seul à pouvoir présenter le plan. Ce droit aurait une valeur du point de vue des actionnaires, car il retarderait d'autant la possibilité pour les créanciers de présenter leur propre plan. Or, ces derniers attachent naturellement un prix important à la faculté de résoudre rapidement les difficultés de l'entreprise. Les créanciers seraient en conséquence encouragés en amont de la procédure collective à compenser les actionnaires de la perte de la valeur résiduelle de leur option, sous réserve que ces derniers acceptent par avance les termes de l'accord de restructuration. Aux États-Unis, la période d'exclusivité est de trois mois. Elle peut être exceptionnellement reconduite.

99. Dans ces conditions, l'éviction des actionnaires d'une société insolvable nous paraît davantage acceptable que l'éviction des actionnaires minoritaires, dans le cadre d'opérations de réduction de capital à zéro ou opérations dites de « coups d'accordéon ». La jurisprudence a cru légitime d'autoriser, en dehors des textes de loi, l'éviction de ces derniers, sur la base de la valeur comptable de la société. La jurisprudence considère que les pertes comptables de la société sont suffisantes pour justifier l'éviction des actionnaires. Pourtant, l'information comptable ne reflète pas forcément la valeur réelle de la société, et ce d'autant plus que les actionnaires dirigeants disposent d'une relative liberté pour calibrer leur politique de provisionnement comptable, au nom du principe de prudence¹⁰⁷. La jurisprudence n'a jusqu'alors pris en compte ce problème qu'indirectement. Elle a ainsi pu reconnaître, dans certaines situations, un problème dans la sincérité des comptes de la société et du droit à

l'information des actionnaires¹⁰⁸. Enfin, les garanties procédurales en cas d'éviction des actionnaires telle qu'est proposée sous le contrôle du juge, seraient par ailleurs bien supérieures aux garanties données aux actionnaires des établissements bancaires faisant l'objet d'une procédure de bail-in¹⁰⁹.

B. Une prise en compte mesurée des considérations d'ordre moral

100. Les critiques du mouvement de l'analyse économique du droit reprochent cependant à ses tenants de faire de l'efficacité économique une finalité, en soi, de la loi¹¹⁰. Dans un contexte de défaillance d'entreprise comme Belvédère, au nom de la morale, il peut paraître injuste de permettre le remboursement complet des créanciers, professionnels avertis, ayant sciemment accepté de financer le débiteur à des conditions hasardeuses. Au nom de la morale, il peut paraître préférable de vouloir protéger les droits des petits porteurs actionnaires. Cependant, dans le cas de Belvédère, comment distinguer les petits porteurs de ceux qui spéculent sur le titre Belvédère et qui ont donc sciemment accepté le risque encouru ? A quel moment est-il possible de considérer que les créanciers n'ont pas agi avec professionnalisme ? Les créanciers devant être sanctionnés, à travers une violation de l'ordre de priorité à leurs dépens, sont-ils bien les créanciers

108 Ainsi, la Cour d'appel de Versailles a pu accorder une expertise en raison du doute sur la sincérité des informations qui ont été données à l'assemblée générale lors du coup d'accordéon. (CA Versailles, 20 mai 1999 ; Bull. Joly Sociétés, 2000, p. 186, § 35). En l'espèce, l'instruction pénale assortie d'une mission d'expertise n'a pas abouti à mettre en lumière des irrégularités au regard du droit à l'information des actionnaires. En ne se plaçant que sur le terrain du droit à l'information, la jurisprudence sous-entend que l'assemblée générale est légitime à délibérer sur un ordre du jour comprenant une réduction du capital à zéro dès lors que la majorité a pris sa décision en parfaite connaissance de cause. La Cour de cassation, consciente du fait que la valeur comptable peut ne pas refléter la véritable valeur des titres de la société, a cru bon de pouvoir justifier une opération de capital social, au motif que les actionnaires minoritaires n'auraient pas été dans une situation différente, si la société « avait déposé le bilan » V. Cass. com. 18 juin 2002, n°99-11.999, Affaire « Adam et a. c/ SA l'Amy », JurisData n°2002-014876. VIANDIER A. *Une opération de " coup d'accordéon " effectuée pour éviter un dépôt de bilan n'est contraire ni à l'intérêt social ni à l'intérêt commun des associés*, JCP éd. E, n° 43, 24 octobre 2002, 1556. Il faut comprendre par là, qu'ils n'auraient pas été dans une situation différente si la société avait fait l'objet d'une liquidation judiciaire. Or par hypothèse lorsque la société est viable, sa valeur d'entreprise est supérieure à sa valeur liquidative.

109 VERMEILLE S., *Projet de loi bancaire : Un « Chapter 11 » bancaire ?*, Revue Banque, n°755, 2 janv. 2013 ; VERMEILLE S., SALORD A., *Expropriation, aléa moral & Chapter 11 bancaire*, Revue Option Droit & Affaires, n°153, 19 déc. 2012, pp. 10-11.

110 Plusieurs arguments sont invoqués. Dans certaines situations, des considérations morales peuvent faire obstacle à ce qu'il soit envisageable que certaines personnes souffrent d'un dommage causé par une transaction jugée efficace, et ce, même si elles sont indemnisées à hauteur du dommage (par exemple en matière sociale, de santé, ou dans le domaine de l'environnement). De plus, les préférences des parties pour la transaction, de même que le degré auquel elles valorisent leur droit, par exemple, le droit de jouir de X, dépendent de leurs revenus et de leur patrimoine. Autrement dit, les personnes riches auront tendance à davantage valoriser un droit qu'une personne pauvre. Donc sauf à considérer que la distribution initiale de revenus et de richesse est toujours équitable, il ne serait pas forcément légitime de donner suite à la préférence de celui qui valorise le plus un bien. Enfin, l'usage que compte faire la partie qui valorise le plus la réalisation d'une transaction peut être immoral. Cet usage ne devrait pas être encouragé par la loi, en dépit du fait que cette transaction soit efficace. Ainsi, le critère de l'efficacité économique devrait permettre de distinguer, parmi les différentes finalités que le législateur peut juger bon de poursuivre, et qui sont jugées équivalentes sur le plan de la morale, entendue au sens large, celle qui doit être poursuivie. V. MOKAL R.J., *Contractarianism, Contractualism and the Law of Corporate Insolvency*, op. cit.

Lönnroth c. Suède, 18 déc. 1984, Applications n°7151/75, 7152/75, A 088 ; CEDH, James c. Royaume-Uni, Application n°8793/79, 21 fév. 1986, A 98.

106 Pour un exemple de la jurisprudence sur ce point en droit interne, v. not. : Cass. com., 22 mai 2013, n°12-15.305 ; CERATI-GAUTHIER A., *Cession forcée des titres des dirigeants*, JCP éd. E, n°25, 25 juin 2013, 1357.

107 Art. L. 123-20 du Code de commerce. Ce qui a valu à un auteur de dire « on peut craindre d'un majoritaire habile qu'il n'ait la main un peu lourde de manière à justifier le niveau de la réduction de capital et à semer en route les minoritaires encombrants » (A. Viandier, note sous Cass. com. 10 oct. 2000 ; JCP éd. E, 2001, p. 85). V. également VERMEILLE S., ROQUETTE J., *Coup d'accordéon, spoliation et pouvoir de nuisance - Sortons de l'impasse en réconciliant droit et économie*, Revue Option Droit & Affaires, n°153, 23 janv. 2013, pp. 11-12.

historiques de la société à l'origine du « crime » ? De nos jours, les titres de dette de la société (qu'ils soient ou non cotés) tendent à être de plus en plus librement cessibles, dans l'intérêt à la fois des créanciers et du débiteur. Au final, l'incertitude qui naît de décisions prises au nom de principes d'ordre moral peut rapidement nuire aux droits des personnes que la morale encourage à protéger. Au cas présent, l'impossibilité de transférer le contrôle de Belvédère aux fonds d'investissement dès 2009 a nui aux actionnaires du groupe.

101. L'argument d'ordre moral a également pu être avancé afin de justifier que le sort de l'entreprise défaillante soit placé entre les mains d'un juge, tiers neutre, plutôt qu'entre celles de ses créanciers, dont le droit suppose qu'ils seraient enclins à dépecer l'entreprise. L'affaire Belvédère illustre le contraire. Il ne semble pas *a priori* plus dangereux de laisser le contrôle du sort de l'entreprise à des fonds d'investissement, qu'à des dirigeants-actionnaires dont les intérêts ne sont plus alignés avec celui de la préservation de la valeur d'entreprise. Les fonds d'investissement recherchent avant tout à maximiser la valeur de leur investissement. Si le débiteur est viable d'un point de vue opérationnel, ils préféreront conserver le débiteur en l'état, plutôt que de provoquer son démantèlement. Le tribunal, comme l'administrateur judiciaire, peut souffrir au contraire d'un biais en faveur de la poursuite de l'activité du débiteur, même si ce dernier n'est plus viable. Leurs décisions peuvent alors nuire aux créanciers du débiteur et aux concurrents de ce dernier.

102. Certes, il peut arriver que des fonds d'investissement prennent des décisions susceptibles d'engendrer des destructions de valeur. Les fonds d'investissement peuvent se retrouver dans une situation de crise de liquidité lorsque leurs propres investisseurs exigent le remboursement immédiat de leurs parts¹¹¹. Faute de solution alternative, les fonds d'investissement peuvent alors prendre des décisions rapides, comme la vente désordonnée d'actifs, susceptibles d'engendrer des destructions de valeur, afin de pouvoir rembourser leurs propres investisseurs. Ces circonstances sont néanmoins exceptionnelles. La plupart du temps, lorsque le fonds souhaite céder sa participation, il cherchera la solution qui lui permet de maximiser la valeur de son investissement. Si le débiteur est viable, le fonds n'aura aucun intérêt à le démembrer. Il préférera céder sa participation à un tiers.

103. Il existe par ailleurs d'autres moyens que le transfert du contrôle de l'entreprise entre les mains du juge, pour s'assurer que les créanciers ont toujours un comportement vertueux. Une réglementation au niveau européen est à l'étude afin d'éviter que les *hedge funds* ne connaissent des crises de liquidité. De plus, il existe à l'étranger des mécanismes inexistantes en France, permettant de sanctionner les créanciers se comportant impunément comme des actionnaires. Le principe d'*equitable subordination* existant aux Etats-Unis, comme en Allemagne, permet de requalifier les droits de créanciers ayant fait adopter par la société des stratégies dans leur intérêt exclusif, dommageable pour les tiers, en fonds propres, en cas de restructuration¹¹². Ces mesures ont l'avantage d'être cantonnées à l'auteur de troubles, tout en n'entraî-

nant pas de décaissements, à l'image de l'action en responsabilité pour insuffisance d'actifs, vis-à-vis des dirigeants de fait. Cette action peut avoir des effets pervers¹¹³. A l'inverse, la violation de l'ordre de priorité, comme le rééchelonnement d'office des créances, conduit indistinctement à sanctionner tous les créanciers d'une même catégorie et abouti à un résultat inefficace. En tant que tel, le rachat de titres de créances à un prix décoté en vue d'acquérir une société, stratégie jugée à tort de « prédateur », ne semble pas constituer une pratique immorale. Cette acquisition permet à la société d'émerger avec un investisseur de référence, qui fait souvent défaut dans les opérations de restructuration en France.

104. De plus, il apparaît nécessaire de rendre plus efficace le régime des nullités durant la période suspecte. Cette dernière s'étalant de la date de cessation des paiements jusqu'à l'ouverture de la procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, doit théoriquement permettre à l'administrateur, au mandataire judiciaire, au commissaire à l'exécution du plan ou au ministère public d'annuler certains actes préjudiciables au débiteur afin de reconstituer l'actif de ce dernier¹¹⁴. Il est cependant patent que de nombreux des transferts de richesses du débiteur à certains de ses créanciers interviennent bien avant la date de cessation des paiements dès lors que la société est insolvable. Ces transferts étant bien souvent à l'origine quelques années plus tard de la cessation des paiements. Contrairement à l'action en insuffisance d'actifs visant exclusivement le dirigeant, ce type d'actions permettrait de récupérer les fonds au sein du patrimoine de celui qui les a reçus.

105. Ceci étant dit, il est exact qu'il peut être moralement souhaitable de favoriser le créancier salarié au détriment du créancier financier (qui aura pu se protéger contre le risque de défaillance de l'emprunteur). Ce traitement préférentiel se justifie par ailleurs en raison du fait que les salariés peuvent devoir supporter des coûts supplémentaires, comme par exemple, les frais liés au fait de devoir déménager pour retrouver un emploi. Ces frais n'apparaissent pas dans les comptes de la société, ce sont des externalités. Néanmoins, cette finalité « redistributive » de la procédure collective ne doit pas pour autant conduire à des destructions de richesse en empêchant le redressement de l'entreprise. Le traitement privilégié des salariés doit donc être mesuré et prévisible du point de vue des autres créanciers¹¹⁵. A défaut, il aura un effet repoussoir sur les investisseurs susceptibles de participer au retournement du débiteur. Dans son rapport, le Conseil d'analyse économique préconise à la place une approche pigouvienne afin de traiter les externalités¹¹⁶. Les sociétés qui licencient beaucoup pourraient subir un système de bonus/malus.

113 VERMEILLE S., *Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire...*, RTDF, n°2, 2012, pp. 28-64.

114 Article L. 632-4 du Code de commerce.

115 En d'autres hypothèses, les parties doivent pouvoir librement renoncer au strict respect de l'ordre de priorité. C'est le cas lorsqu'une quote-part de la valeur d'entreprise repose sur la présence de son actionnaire principal, il peut être justifié de rompre l'ordre de priorité en faveur du dirigeant-actionnaire afin de maximiser la valeur des titres dans l'intérêt commun. La décision doit revenir à ceux qui subissent les conséquences de leurs actes, en l'occurrence les créanciers, et non à un tribunal de commerce ou tout autre tiers.

116 V. not. PLANTIN G., THESMAR D., TIROLE J., *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op.cit.

111 Dans les fonds alternatifs (*hedge funds*) les investisseurs sont en droit, conformément au règlement du fond, d'exiger à tout moment le remboursement de leurs parts, contrairement aux fonds de *private equity*.

112 V. not. PARDO R., *Beyond the Limits of Equity Jurisprudence : No-Fault Equitable Subordination*, Emory University School of Law New York University Law Review, vol. 75, n°5, 2000.

C. Une approche économique aux effets induit ex ante bénéfiques

106. Une approche économique des difficultés permettrait d'améliorer l'accès au financement de l'entreprise (1.), contribuerait au développement du marché du retournement (2.) et faciliterait le traitement le plus en amont possible des difficultés (3.).

1. L'amélioration de l'accès au financement de l'entreprise

107. Il existe un grand nombre de facteurs permettant d'expliquer les raisons pour lesquelles il existe différentes catégories d'investisseur. Par exemple, les choix d'investissement de certains acteurs institutionnels peuvent être contraints en raison de règles internes à leur mode de fonctionnement ou à la réglementation qui leur est applicable. Certains investisseurs sont ainsi soumis à l'interdiction d'acquiescer par exemple des produits financiers qui ne sont pas classés « *investment grade* »¹¹⁷. Les entreprises doivent alors s'adapter en acceptant d'émettre différentes catégories de produits financiers.

108. La violation de l'ordre de priorité engendre des conséquences négatives sur l'accès au crédit des entreprises. La procédure collective n'est alors pas efficace *ex ante*, puisque des projets socialement bénéfiques pour la société ne sont pas financés. Les créanciers tiennent compte du risque de transferts de richesse induits par l'ouverture d'une procédure collective, en particulier lorsque la probabilité de défaut de l'emprunteur est élevée : cette situation pénalise en particulier les entreprises de taille réduite et les sociétés souffrant de difficultés financières¹¹⁸. La France se singularise par le manque de profondeur de son marché du financement des entreprises entrant en procédure collective. Cette situation a pour effet pervers d'encourager les sociétés en difficulté à suspendre, en amont de la procédure collective, le paiement de leurs dettes sociales et fiscales. L'argent public est ainsi utilisé pour financer les besoins en trésorerie des sociétés durant la période d'observation. Il convient de souligner en contrepoint que trois entreprises sur quatre placées sous la protection du *Chapter 11* aux Etats-Unis, bénéficient d'un nouveau financement servant à assurer le maintien de l'activité pendant la période d'arrêt des poursuites (« *DIP-financing* »)¹¹⁹, soit auprès des établissements bancaires déjà prêteurs, soit auprès de tiers investisseurs et que souvent elles ont la possibilité de choisir entre plusieurs offres. Ce marché, inexistant en France, serait de surcroît générateur d'emplois, en plus de ses effets vertueux sur la sauvegarde des entreprises et la préservation de l'emploi.

117 Il s'agit des obligations dont la note est comprise entre AAA et BBB (selon l'échelle Standard & Poor's et Fitch).

118 V. VERMEILLE S., *Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire...*, op. cit..

119 AYOTTE K., MORRISON K. *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, *Journal of Legal Analysis*, 2009, pp. 511-551. Le *DIP financing* représente la source principale de financement des sociétés en faillite. En raison du niveau de séniorité accordé aux pourvoyeurs de *DIP financing* et de la possibilité pour les sociétés d'émerger d'une procédure de *Chapter 11* avec un bilan assaini, il est très rare que ce type de financement ne soit pas remboursé. Durant la période 2000-2008, ce marché a pratiquement atteint la somme de 100 milliards de dollars aux États-Unis. Même au plus fort de la crise en 2009, la société Lyondell Chemical a réussi à lever 8 milliards de dollars. V. not., GILSON S., *Coming Through in a Crisis : How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24, n° 4.

2. Le développement du marché du retournement

109. L'incapacité du droit des entreprises en difficulté à respecter les contrats est, de plus, un frein au développement d'un véritable marché secondaire de la dette, susceptible de permettre la réalisation d'opérations de « *loan to own* » en France, c'est-à-dire d'opérations permettant le retournement de sociétés en difficulté par des fonds ayant préalablement acquis leur dette afin d'en prendre le contrôle¹²⁰. Une étude américaine a en effet montré que les résultats opérationnels des sociétés qui émergent d'un *Chapter 11* sont meilleurs si un investisseur spécialisé dans le retournement d'entreprise a pu prendre le contrôle de la société¹²¹. Le recours à de tels investisseurs permet de plus aux prêteurs initiaux de ne plus rester, malgré eux, exposés à des risques qu'ils n'avaient pas anticipés. Les facteurs favorisant le recours au « *distressed investing* » sont de plus évidents : asymétrie d'informations et frictions sur le marché, nécessité de recourir à des connaissances et compétences spécifiques des titres cibles¹²²... La réunion de l'ensemble de ces conditions favorables à l'émergence d'un marché du retournement en France contraste avec son absence remarquée. Entre autres facteurs, il ne peut être nié que l'orientation excessivement favorable au débiteur de notre droit des entreprises en difficulté est un frein à l'émergence d'un tel marché du retournement. En attendant d'hypothétiques réformes de ce droit peut-être encore plus économique que les autres, les entreprises défaillantes sont donc seules face à leurs difficultés.

3. Un meilleur traitement en amont des difficultés

110. En empêchant un transfert du contrôle contre la volonté du dirigeant et de ses actionnaires durant la procédure de sauvegarde, le législateur espérait encourager le dirigeant à ouvrir une procédure de sauvegarde suffisamment en amont des difficultés. L'objectif avoué était de réduire de cette manière le nombre de procédures de liquidation judiciaire. Cet objectif repose cependant sur un constat et un raisonnement erronés :

- ◆ Les liquidations judiciaires concernent dans la très grande majorité des cas, des petites entreprises pour lesquelles, la procédure collective (de redressement) telle qu'envisagée dans cet article, ne présente aucun intérêt. Il n'y existe pas de « coût de coordination » ou de « coût de motivation » à éviter. Logiquement, un grand nombre de sociétés concernées sont des sociétés de taille réduite, non viables. Ces sociétés n'ont pour seul actif que les qualités de leur dirigeant-proprétaire. Il est alors souvent préférable pour le ce dernier de pouvoir mettre fin à une activité non viable pour mieux pouvoir en recréer une autre par la suite. D'un point de vue de politique publique, ces liquidations judiciaires ne devraient pas être perçues comme des échecs. La mise en œuvre de la loi sur la procédure de sauvegarde n'a pas, sans surprise, modifié la proportion de liquidations judiciaires en France par rapport au nombre total de procédures collectives ouvertes.

120 VERMEILLE S., *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?*, JCP éd. E. n°28-29, 9 juil. 2009, pp. 21-31.

121 HOTCHKISS E. S., MOORADIAN R., *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms*, *Journal of Financial Economics*, 1997, 43 : 401.

122 MEYER S. G., D. MARTIN, J. MARTIN, *A primer on distressed investing : Buying companies by acquiring their debt*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 24, n°4, 2012.

- ◆ Afin d'éviter la disparition inutile d'entreprises confrontées à un problème de solvabilité et/ou de trésorerie, il serait utile d'encourager le traitement en amont des difficultés de l'entreprise, au-delà des efforts constatés avec la loi de sauvegarde, qui a permis de dépasser le seul critère de la cessation des paiements. Les solutions à court terme ou gravement destructrices de valeur seraient ainsi évitées. La nécessité d'anticiper les difficultés est assez souvent suivie de peu d'effet : les dirigeants-entrepreneurs ont par nature une forte appétence au risque qui peut les conduire à être excessivement optimistes. Les règles de la procédure de sauvegarde jouent cependant à contre-emploi de l'objectif annoncé d'anticiper les difficultés de l'entreprise :
- ◆ Le traitement de faveur conféré par la loi aux dirigeants-actionnaires empêche les créanciers de pouvoir bénéficier de l'avantage que doit en principe leur procurer l'insertion de *covenants* dans la documentation financière (au regard de leur pouvoir de demander le remboursement anticipé des créances). Les créanciers sont alors freinés dans leur volonté d'anticiper les difficultés. La loi modifie ainsi la dynamique de la négociation entre les différentes parties, supposée être à la main des créanciers, dans l'éventualité d'un *bris de covenant*. Cette situation explique que les négociations amiables portant sur la restructuration de la dette peuvent être très longues en France et conduire à des solutions insatisfaisantes,
- ◆ Les entreprises connaissant des difficultés de trésorerie, en dépit du fait qu'elles soient viables, seront confrontées à une offre de crédit d'autant plus faible que l'environnement juridique pénalise systématiquement les créanciers. Les créanciers sont en effet enclins à réduire leur soutien dès l'apparition des premières difficultés, lorsqu'ils anticipent que l'issue d'une éventuelle ouverture de procédure collective conduira à des transferts de richesse indus, et ce en dépit de l'instauration d'un privilège de procédure, censé protéger les droits du pourvoyeur d'argent frais¹²³.

111. Un traitement plus favorable du débiteur (et donc de son dirigeant), peut être envisagé par le droit des entreprises, afin que la procédure collective n'ait pas un effet repoussoir. Ce traitement doit cependant être mesuré pour éviter le risque de contre-emploi, comme l'illustre l'affaire Belvédère. Deux mesures apparaissent souhaitables : le maintien du dirigeant dans ses fonctions est préférable à son remplacement par un administrateur judiciaire (solution préférée en redressement judiciaire aujourd'hui), tout comme l'instauration d'une période d'exclusivité pour la présentation d'un plan de restructuration, évoqué précédemment.

Conclusion

112. La panique bancaire de l'automne 2008 a entraîné une crise financière puis économique qui s'est propagée aux quatre coins du globe. Cette panique a mis fin à la plus grande bulle financière qu'ait connue notre histoire. Le rapport entre la masse monétaire au sens strict et le PIB des six grands pays ou zones monétaires (États-Unis, zone euro, Japon, Chine, Royaume-Uni et Canada) est passé de 18 à 20 % en moyenne,

sur la période 1980-2000, à plus de 26 % à partir de 2002, pour atteindre près de 30 % en 2006-2007¹²⁴. Durant la période 2003-2007, la relative faiblesse du coût du crédit a fait baisser les rendements, autrement dit le prix du risque. Avec le temps, les investisseurs ont pris de plus en plus de risques sans être correctement rémunérés. Les investisseurs étaient d'autant plus encouragés à prendre des risques, que parallèlement, la volatilité de l'inflation baissait, grâce aux politiques menées par les différentes banques centrales. La baisse des taux d'intérêt et des primes de risque a notamment favorisé les opérations à fort effet de levier. Les modalités de financement de l'acquisition de Marie-Brizard par Belvédère, au moyen de prêts remboursables *in fine*, en est l'illustration. L'augmentation du levier d'endettement général n'a pas été seulement le fait des banques commerciales. Le développement du « *shadow banking* »¹²⁵ a joué également un rôle considérable. Face à l'augmentation générale du niveau d'endettement des entreprises en France, et plus généralement en Europe, les lois doivent être adaptées. La complexité croissante du monde de la finance met au défi notre système juridique. Il n'est plus possible de se contenter de simples mesures conduisant à étendre la durée de maturité des prêts. Des restructurations profondes des bilans sont nécessaires. À défaut, comme le Japon dans les années 90, la France risque de connaître une « Décennie Perdue »¹²⁶. L'accumulation de dette au bilan des entreprises sera un frein notable à la croissance dans les années à venir¹²⁷.

113. Suite à la crise financière qui frappa l'Asie du Sud-Est en 2007, de nombreux pays comme la Thaïlande, l'Indonésie, ou encore la Corée du Sud réformèrent en urgence leur droit des faillites en 2007. Certains s'exécutèrent sous la pression financière d'organismes internationaux comme le FMI et la Banque Mondiale¹²⁸. La crise mit en relief les lacunes de leur droit des sociétés, tout comme celles de leur droit des faillites. Le système juridique des états d'Asie du Sud-Est s'avérait, en effet, complètement dépassé suite à l'évolution rapide de leur économie et de leurs marchés financiers. La France, mais aussi d'autres pays d'Europe, se trouvent aujourd'hui confrontés à des difficultés de nature similaire. La recherche d'un meilleur rendement par les investisseurs a encouragé ces dernières années l'innovation financière. En dépit des multiples réformes du droit des entreprises en difficulté (2005, 2009, 2010), notre système juridique ne s'est pas véritablement adapté à cette évolution.

114. Dernièrement, la France a fait un effort important afin de moderniser les mécanismes de résolution de défaillances ban-

124 ARTUS P., BETBEZE J.-P., DE BOISSIEU Ch., CAPELLE-BLANCARD G., *La crise des subprimes*, Rapport du Conseil d'analyse économique, 4 septembre 2008, disponible sur le site du Conseil d'analyse économique.

125 NERSISYAN Y., WRAY L., RANDALL, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking* Levy Economics Institute, Working Paper n° 587, 25 févr. 2010, disponible sur www.ssrn.com.

126 HOSHI T., KASHYAP A., *Japan's financial crisis and economic stagnation*, Journal of Economic Perspectives, vol. 18, n°1, winter 2004, pp. 3-26.

127 Il faut toutefois reconnaître que l'inadaptation de notre droit ne serait pas le seul frein au désendettement des sociétés. D'autres mesures devraient être également mise en œuvre afin d'accélérer le désendettement des entreprises. Parmi celles-ci, un renforcement des pouvoirs du régulateur bancaire est nécessaire. Il permettrait de forcer les établissements bancaires à prendre plus rapidement leurs pertes. V. ESRB, *Forbearance, resolution and deposit insurance*, First Report of the ESRB Advisory Scientific Committee, European Systemic Risk Board, juil.2012.

128 TOMASIC R., *Insolvency Law Reform in Asia and Emerging Global Insolvency Norms* Insolvency Law Journal, vol 15, pp. 229-242, 2007.

123 Article L. 622-17 du Code de commerce.

caires, même si la loi reste encore imparfaite¹²⁹. Un effort similaire est attendu afin de faciliter le désendettement des entreprises non financières. Comme toujours, lorsqu'il s'agit de réformer une loi, il est plus aisé pour le législateur de procéder par petites touches, comme il l'a fait jusqu'à présent. Il est extrêmement difficile de défaire les textes passés, surtout lorsqu'ils ont fait l'objet d'une codification. De plus, les habitudes ont la vie dure, et il existe toujours des opposants aux changements profonds. Toutefois, tant l'intensité de la crise actuelle, que la transformation de notre économie, de plus en plus immatérielle, justifient une réforme en profondeur de notre droit des entreprises en difficultés. Si la France devait renoncer à une réforme d'ampleur, il faut espérer que les institutions européennes arriveront à prendre le relais. Jusqu'à présent, l'harmonisation du droit des faillites pour les sociétés non financières n'a pas été considérée comme une priorité par Bruxelles. Les choses pourraient changer si les traités européens devaient prochainement être modifiés afin d'autoriser l'avènement d'un droit européen des faillites bancaires.

115. Pour finir, toute réforme significative du droit des entreprises en difficulté devra s'accompagner d'une modernisation profonde du mode de fonctionnement de nos tribunaux. Le juge est également un élément important à prendre en considération dans toute réforme. Une spécialisation accrue des tribunaux est un impératif. ■

129 VERMEILLE S., *Projet de loi bancaire : Un « Chapter 11 » bancaire ?*, op.cit.