

# L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO

Sophie Vermeille<sup>1</sup>

Saliha Bardasi

Membres Droit & Croissance/Rules for Growth<sup>2</sup>

**RÉSUMÉ :** Les opérations d'acquisition avec effet de levier, « leveraged buy-out », ou « LBO », bien que potentiellement créatrices de valeur financière et économique, sont simultanément susceptibles d'être porteuses d'effets pervers car elles augmentent le risque de surendettement des sociétés cibles. La crise consécutive à l'éclatement de la bulle spéculative des subprimes en 2007 a révélé et exacerbé ce risque qui affecte la viabilité des entreprises et attente aux droits de leurs parties prenantes. La situation de surendettement aggrave particulièrement la dilution des droits des créanciers consécutive à l'opération de LBO, et ce, d'autant plus que le droit français des entreprises en difficulté n'est pas en mesure de traiter efficacement les problèmes liés au surendettement. L'assouplissement monétaire immédiatement initié après le retournement de cycle a certes permis d'éviter les défaillances massives des sociétés sous LBO initialement craintes mais n'a pas durablement réglé les difficultés financières.

À la lumière de ces considérations empiriques et des enseignements théoriques de l'analyse économique du droit, le présent article montrera que le traitement optimal du surendettement repose à court terme sur la modernisation du droit des entreprises en difficulté afin de faciliter la restructuration des sociétés, et à moyen terme sur la rénovation des règles juridiques qui concourent de fait à l'encadrement des opérations de LBO, en particulier les règles de mise en jeu de la responsabilité des dirigeants, qui empêchent l'industrie d'opérer une salutaire mutation.

La clé du traitement du problème du surendettement réside précisément dans le rééquilibrage de la relation d'agence entre actionnaires et créanciers. Sommairement, l'article montrera qu'en raison de l'alignement des intérêts des dirigeants et des

actionnaires et de l'inefficacité des mécanismes légaux, il convient de privilégier les protections contractuelles mises en place par les créanciers même et d'assurer leur plein effet devant les tribunaux. Si ce primat contractualiste bouleverse l'approche traditionnelle du droit des entreprises en difficulté, il ne disqualifie pas toute intervention étatique mais recommande sa rationalisation en subordonnant sa mise en œuvre à un test comparatif de coût-bénéfice, conformément aux enseignements de l'analyse économique.

## Introduction

1.- Jusqu'à l'éclatement de la bulle des *sub primes* aux États-Unis en 2007, les acteurs économiques ont bénéficié d'un accès au crédit facile et peu cher. Les entreprises ont profité de cette aubaine pour financer leur croissance en s'endettant. Le volume des prêts à effet de levier (*leveraged loans*) émis en Europe, c'est-à-dire des prêts émis par des sociétés endettées<sup>3</sup>, a considérablement augmenté au cours des années 2000 pour atteindre 164 milliards de dollars en 2006 et 223 milliards de dollars en 2007<sup>4</sup>.

2.- À la faveur d'un climat de confiance généralisé quant au fait que les conditions macro-économiques resteraient durablement favorables, l'industrie du *private equity*<sup>5</sup>, et spécifiquement le segment du LBO, s'est beaucoup développée<sup>6</sup>. Il est important d'insister d'emblée sur la centralité des opérations de LBO dans notre système économique. Apparues aux États-Unis dans les années 80, ces opérations ne sauraient être considérées comme un simple épiphénomène du système capitaliste, scruté des seuls techniciens initiés. Ces opérations – nous l'explicitons par la suite – ont subverti le modèle productif traditionnel où la richesse résultait des capacités de production industrielles et façonné notre modèle de création de valeur actuel, en plaçant désormais la dette au cœur de

1 Les vues exprimées dans cet article n'engagent que leurs auteurs et ne représentent pas nécessairement celles des clients, employeurs ou autres organisations auxquels ils peuvent être affiliés par ailleurs. Remerciements à Christophe Baert, Paul Bévierre, Florian Burnat, Pierre-Hadrien Darriet, Alexandre Debaudre, Frank-Adrien Papon, Juliette Roquette et Viveca Mezey (membres de Droit & Croissance) pour leur précieuse contribution à la rédaction de cet article. Remerciements également à Lydia Thimon, Dominique Sarran, Stéphane Izard et Stephen Portsmouth.

2 Droit & Croissance (*Rules for Growth*) ([www.droitetcroissance.fr](http://www.droitetcroissance.fr)) est un institut indépendant et non partisan ouvert aux juristes et aux économistes, et plus généralement aux acteurs privés, partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. La mission de Droit & Croissance est d'interpeller les acteurs publics et privés et de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'importance de l'analyse économique du droit (*Law & Economics*) comme vecteur d'efficacité économique. Droit & Croissance s'attache à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements du droit, de l'économie et de la finance, responsable, selon nous, de l'inadaptation relative du système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance en France. L'indépendance de Droit & Croissance est assurée exclusivement par le soutien de ses membres et de ses bienfaiteurs.

3 Parmi les prêts accordés aux entreprises, les *leveraged loans* sont des prêts avec un écart de taux élevé par rapport aux taux interbancaires. Pour Bloomberg, il s'agit des prêts avec un écart de taux par rapport au Libor de 250 bps, pour Standard & Poors, l'écart de taux par rapport au Libor se situe entre 125 et 499 bps, pour la Loan Pricing Corporation, ils correspondent aux prêts notés BB et moins par les établissements bancaires. Source : [http://www.milkeninstitute.org/pdf/loan\\_primer\\_1004.pdf](http://www.milkeninstitute.org/pdf/loan_primer_1004.pdf).

4 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *Foundations and Trends in finance*. vol. 7, n°3, 2013.

5 Le capital investissement ou le *private equity* consiste en une prise de participation au capital d'entreprises non cotées pour financer leur démarrage, leur croissance, leur redressement ou leur transmission. Le segment du LBO concerne les opérations de transmission d'entreprises avec effet de levier. Dans ce type d'opérations, le fonds d'investissement finance une partie du prix d'acquisition de la société cible grâce à l'argent levé auprès de ses propres investisseurs. Le fonds d'investissement va également contracter des emprunts bancaires, parfois même des emprunts obligataires à travers une *holding* de reprise pour racheter l'entreprise cible. L'importance de l'effet de levier va ainsi dépendre du montant de l'emprunt levé, en comparaison avec le capital apporté par les repreneurs et le fonds.

6 J. Tåg « *The Real Effects of Private Equity Buyouts* » (2010) *the Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford University Press (Douglas Cumming, ed.).

l'appareil productif<sup>7</sup>. Les sommes considérées amplifient cette importance conceptuelle. En 2006 et en 2007, le montant total des acquisitions réalisées par les fonds LBO au niveau mondial a atteint 700 milliards d'euros, soit 20 % du total des opérations de fusion-acquisition, alors qu'elles n'en représentaient que 3 % en 2000<sup>8</sup> et 8 % en moyenne par an sur la période 2001-2012<sup>9</sup>. La France a contribué en grande partie au développement du *private equity* en Europe. Son industrie du LBO a été la plus active d'Europe continentale au cours du dernier cycle haussier. Au premier trimestre de l'année 2007, juste avant le retournement de cycle, 110 opérations furent réalisées en France pour une valeur totale de 15,8 milliards d'euros<sup>10</sup>.

3.- L'ensemble des analystes confirme que la crise du crédit consécutive à l'éclatement de la bulle immobilière en 2007 a eu un impact très négatif sur l'ensemble de l'industrie du *private equity*<sup>11</sup>. La valeur moyenne des opérations de fusion-acquisition avec effet de levier dans le monde est passée de 130 millions de dollars en moyenne entre 1987-2012 à 87 millions de dollars en 2012. En 2012, les 1.729 opérations de fusion-acquisition avec effet de levier annoncées dans le monde représentaient seulement une valeur totale de 151 milliards de dollars, soit moins du quart des volumes réalisés en 2007<sup>12</sup>. Les crises financière et bancaire ont réduit l'accès au crédit et entraîné la hausse des coûts de financement à court terme, étant noté toutefois que ce coût a été ensuite abaissé grâce à la politique monétaire accommodante aux effets pernicieux sur l'économie<sup>13</sup>. Le volume des prêts à effet de levier émis en Europe est passé de 223 milliards de dollars en 2007 à 22 milliards de dollars en 2009 et à 37 milliards de dollars en 2012<sup>14</sup>. En Europe, le ratio dette/EBITDA ajusté dans les LBO<sup>15</sup> est passé de 6,1 en 2007 à 3,7 en 2009. En conséquence, de nombreuses sociétés sous LBO aux ratios de levier<sup>16</sup> élevés se sont retrouvées en situation de surendette-

ment, dans l'incapacité de rembourser et/ou de refinancer leur dette d'acquisition<sup>17</sup>.

4.- Rares sont les études universitaires consacrées aux conséquences du surendettement des entreprises sous LBO. D'après ces quelques études réalisées à partir de données empiriques américaines, le coût pour l'économie américaine de l'excès d'endettement des sociétés acquises au cours du cycle haussier ayant prit fin en 2007 ne devrait pas être plus important qu'au cours des cycles précédents<sup>18</sup>. Les conséquences du surendettement ne seraient ainsi pas si négatives, notamment pour les actionnaires supposés absorber les pertes des sociétés surendettées. Selon ces études, le recours accru à la dette a certes conduit à une hausse des défauts. Environ 25 % des sociétés ayant eu recours à des prêts à effet de levier ont fait défaut<sup>19</sup>. Cependant, la performance actionnariale dans l'industrie du LBO ne devrait pas être affectée par la situation d'excès d'endettement des sociétés cibles. En dépit du fait que les sociétés cotées sont en général moins endettées que les sociétés sous LBO, la performance actionnariale des sociétés sous LBO devrait rester supérieure à la performance actionnariale sur les marchés financiers<sup>20</sup>. Les sociétés sous LBO ayant connu un défaut de paiement ne vaudraient en conséquence pas moins après la résolution de leurs difficultés financières qu'avant leur acquisition<sup>21</sup>. L'explication avancée est, qu'à agrégats financiers identiques, les situations de surendettement au niveau des sociétés LBO seraient plus rapidement corrigées que dans les autres sociétés. Une des raisons résiderait dans le fait que les équipes des sociétés de gestion de fonds LBO sont particulièrement expérimentées pour traiter ce type de situation. Il est ainsi démontré qu'aux États-Unis, les fonds de *private equity* facilitent, en leur qualité d'actionnaires de la société débitrice, le processus de restructuration, et ce même si moins de 5 % d'entre eux conservent le contrôle aux termes des accords conclus<sup>22</sup>. Il apparaît par ailleurs que plus les fonds ont des moyens financiers importants et une réputation à défendre vis-à-vis des prêteurs en particulier<sup>23</sup>, plus ils œuvrent à la restructuration rapide des sociétés acquises, de préférence en dehors de toute procédure collective. Les fonds LBO sont tout de même prêts, si besoin, à provoquer l'ouverture d'une procédure collective, de préférence dans l'État du Delaware ou dans le District Sud de New York, jugés plus efficaces. Cela leur permet également de contraindre les créanciers, en par-

7 Martha Poon, R. Wosnitzer, « *Liquidating corporate America : how financial leverage has changed the fundamental nature of what is valuable* », Review essay, Journal of Cultural Economy, vol. 5, n°2, mai 2012, pp. 247-255, ISSN 1753-0350 print/1753-0369 online/12/020247-09.

8 U. Axelson, T. Jenkinson, P. Strömberg et M. Weisbach : « *Borrow Cheap, Buy High ? Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* », The Journal of Finance, vol.68, n°6, pp. 2223-2267, décembre 2013.

9 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.* L'industrie du LBO ne s'est pas développée qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, berceaux historiques de l'industrie. Si au cours des années 80, 93% des acquisitions eurent lieu aux États-Unis et au Royaume-Uni, ce pourcentage est tombé à 53 % au cours du cycle haussier suivant. J. Tåg « *The Real Effects of Private Equity Buyouts* », *op.cit.*

10 Source : Center For management Buy-Out Research, Imperial College London. V. également le rapport du Conseil d'analyse économique sous la direction de J. Glachant, J.-H. Lorenzi et P. Trainar « *Private equity et capitalisme français* » (2008). Le rapport et ses compléments sont disponibles à la Documentation Française ainsi que sur le site internet du Conseil d'analyse économique (www.cae.gouv.fr).

11 J. A. Mccahery, E. P.M. Vermeulen, « *Recasting Private Equity Funds after the financial crisis : the end of "two and twenty" and the emergence of Co-Investment and separate account arrangements* » ecgi law working paper n°231/2013, disponible sur le site www.ssrn.com.

12 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.*

13 Parallèlement, la baisse de la demande côté entreprise a également été un facteur déterminant de la baisse du nombre de prêts accordé par les établissements bancaires.

14 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.*

15 *ibid.*

16 Désigne tout ratio utilisé pour mesurer le levier financier, bancaire, d'endettement d'une société, le plus fréquent étant le ratio d'endettement : dette/fonds propres.

17 V. notamment P. Stromberg, E. Hotchkiss et D. Smith « *Private Equity and the Resolution of Financial Distress* » AFA 2012 Chicago Meetings Paper ECGI - Finance Working Paper n°331/2012., disponible sur le site www.ssrn.com.

18 *ibid.*

19 *ibid.*

20 *ibid.* V. également G. Andrade et S. Kaplan « *How costly is financial (not economic distress) ? Evidenced from Highly Leveraged Transactions that became distressed* », (1998) Journal of Finance, n°53, pp. 1443-1494 ; S. Kaplan et J. Stein « *The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s.* » Quarterly Journal of Economics, n°108, mai, 1993, pp. 313-358.

21 G. Andrade et S. Kaplan « *How costly is financial (not economic distress) ? Evidenced from Highly Leveraged Transactions that became distressed* », *op.cit.*

22 P. Strömberg, E. Hotchkiss, D. Smith « *Private Equity and the Resolution of Financial Distress* », *op.cit.*

23 Aux États-Unis, les fonds de *private equity* jouent également un rôle important comme acheteurs d'actifs dans le cadre de procédures collectives, alors que ce marché est plutôt atrophie en France. Les sociétés de *private equity* se présentent ainsi comme des acheteurs des sociétés en faillite. Au total, 20 % de tous types de faillite finissent avec un fonds de *private equity* comme actionnaire majoritaire.

ticulier les porteurs d'obligations *high yield*<sup>24</sup>, à absorber une partie des pertes lorsque cela est nécessaire pour assurer un niveau de désendettement satisfaisant de la société. Dans un tel scénario, les parties ont fréquemment recours à des procédures spécifiques leur permettant de faire rapidement homologuer par le juge les accords négociés à l'amiable (*pre-arranged bankruptcy*) à titre de projet de plan de redressement, voire de plan de redressement définitif, lorsque les créanciers ont déjà approuvé l'accord aux majorités requises (procédure dite de *pre-packaged bankruptcy*)<sup>25</sup>. Les établissements bancaires aux États-Unis ne deviennent pas en principe actionnaires des sociétés sous LBO. Dans 30 % des cas, c'est un autre fonds LBO qui prend le relais, dans 10 % des cas un *hedge fund*<sup>26</sup>. Dans les autres cas, d'autres types d'acteurs interviennent.

5.- En résumé, les restructurations de LBO organisées par les fonds actionnaires eux-mêmes ne trouveraient pas d'équivalent, en termes de rapidité et d'efficacité même s'ils doivent perdre le plus souvent à cette occasion le contrôle de leur société. Il existe aux États-Unis un marché du retournement profond qui permet rapidement de substituer au fonds LBO un autre actionnaire misant sur le redressement de l'entreprise.

6.- Aussi intéressants soient-ils, les résultats de ces études réalisées à partir de données empiriques récoltées aux États-Unis sont difficilement exploitables en France<sup>27</sup>. Les conséquences du surendettement des entreprises sous LBO sur la performance actionnariale, sur les droits des tiers et sur l'économie en général, varient fortement d'un pays à l'autre, en fonction du système juridique considéré. L'impact du surendettement des entreprises dépend principalement de la capacité du système juridique et des acteurs du marché à régler efficacement les difficultés auxquelles elles peuvent être confrontées.

7.- Il n'existe pas d'études universitaires en France sur l'impact du surendettement des entreprises sous LBO. Or, l'éclatement de la bulle du crédit en 2007 a occasionné en France, comme aux États-Unis, la restructuration des bilans de nombreuses sociétés sous LBO fragilisées. Les effets réels pour l'économie française de l'industrie du LBO sont dès lors encore plus difficilement appréciables qu'aux États-Unis. En tout état de cause, les retours d'expérience en matière de

restructuration de dette laissent à penser que le coût du surendettement des sociétés sous LBO est probablement supérieur en France. Les sociétés sous LBO semblent parvenir plus difficilement qu'outre-Atlantique à restructurer rapidement et de manière adéquate leur bilan, afin de pouvoir envisager un rebond avec un niveau d'endettement raisonnable. Au début de la crise, dans les années 2008-2009, sauf difficultés particulières auxquelles les fonds LBO ne parvenaient pas à remédier – on citera à titre d'exemple les dossiers Autodistribution, Monier, Retif, CPI, SGD<sup>28</sup> – les fonds LBO sont la plupart du temps parvenus en France à se maintenir au capital de leurs sociétés défaillantes, sans pour autant être forcés à recapitaliser leurs participations *via* une nouvelle injection de fonds propres. Cette situation contribua à laisser bon nombre de sociétés sous LBO dans une situation de détresse financière, les créanciers n'étant pas amenés à convertir leurs créances en actions afin de réduire le niveau d'endettement des sociétés. Parallèlement, dans un environnement marqué par le faible nombre d'acteurs spécialisés dans le rachat de créances douteuses<sup>29</sup>, les établissements bancaires, restés propriétaires de leurs créances, se sont prêtés au jeu des fonds LBO en n'exigeant pas la conversion de leurs créances. Contrairement aux nouveaux investisseurs en dette, les établissements de crédit étaient en effet moins enclins à exiger la conversion de leurs créances en capital, préférant parier sur leur remboursement à terme, plutôt que de prendre un risque d'actionnaire. Sans surprise, dans ce contexte, les paris sur un hypothétique retournement des sociétés sous LBO se sont multipliés et les établissements bancaires se sont limités à renégocier le montant de leur rémunération en contrepartie de l'allongement de la maturité de leurs prêts<sup>30</sup>. Les établissements bancaires ont également été d'autant moins exigeants qu'ils n'avaient pas forcément suffisamment provisionnés les risques associés à leurs participations et préféreraient, par conséquent, parier sur la restauration des bilans de leurs débiteurs<sup>31</sup>.

8.- En 2012 et, au début de l'année 2013, de nombreuses sociétés sous LBO ont fait cependant à nouveau l'objet de négociations amiables. Les restructurations de bilan des sociétés sous LBO ont alors été plus importantes et ne se sont pas limitées à une renégociation de la maturité et des conditions de rémunération de l'emprunt. L'allongement de la durée de la crise et l'accroissement des difficultés des entreprises, ont cette fois-ci contraint un certain nombre de fonds LBO à accepter, avec difficultés, de perdre le contrôle de leurs sociétés : on citera Mediannuaire (PagesJaunes), Parkeon, Via Location, Consolis, RLD, Terreal, Saur<sup>32</sup>, Frans Bonhomme<sup>33</sup>. En résumé, les négociations portant sur la restructuration du bilan des sociétés sous LBO sont perçues comme étant extrêmement longues et coûteuses pour l'emprunteur,

24 P. Strömberg, E. Hotchkiss, D. Smith, « *Private Equity and the Resolution of Financial Distress* », *op.cit.*

25 *ibid.* Pour une description plus complète des procédures spécifiques permettant d'accélérer la procédure d'adoption d'un plan de restructuration, v. D. Skeel, K. Ayotte « *Why Do Distressed Companies Choose Delaware ? An Empirical Analysis of Venue Choice in Bankruptcy* », (University of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper n°03-29, Octobre 2004).

26 *Ibid.*

27 De manière générale, peu de travaux académiques empiriques se sont intéressés, jusqu'à présent, à l'impact de l'environnement juridique sur la performance de l'industrie du *private equity* dans des pays supposés plus fragiles que les États-Unis, sur le plan des structures institutionnelles. Les quelques études qui existent se sont limitées au segment du capital-innovation. On notera cependant l'article de Da Rin M., G. Nicodano et A. Sembellini (2007) : « *Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets* », *Journal of Public Economics*, vol.80, n°8-9, pp. 1699-1723, qui identifie les politiques économiques au sein de l'Europe favorables au développement du capital-innovation et l'étude de U. Hege, F. Palomino et A. Schwienbacher « *Venture Capital Performance : The Disparity Between Europe and the United States* » (2009). *Finance*, vol.30(1), 2009, pp. 7-50 qui compare les performances du capital-innovation européen et américain à l'aide de données microéconomiques.

28 F. Anselmi, « *Les banques à la manœuvre dans les LBO* », l'AGEFI, 18 juillet 2013.

29 S. Vermeille, « *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?* » JCP Ed. E 2009, 1709.

30 F. Anselmi, « *Les banques à la manœuvre dans les LBO* », *op. cit.*

31 S. Vermeille, « *Le surendettement des entreprises : Pourquoi sommes-nous tous concernés par ce problème ? Pourquoi une réforme ambitieuse du droit des entreprises en difficulté est-elle nécessaire ?* ». La prochaine réglementation Bâle III a exactement pour objet d'augmenter le niveau des ratios prudentiels des établissements bancaires – cf. 41.-

32 I. Gollentz « *La Saur : vers la plus grosse faillite de l'année ?* » <http://www.bfmtv.com/economie/saur-vers-plus-grosse-faillite-lannee-532142.html>.

33 A. Garabedian « *Les restructurations de gros LBO se multiplient en France* », l'AGEFI, 3 mars 2013.

en dépit du fait qu'elles s'effectuent le plus souvent en dehors de toute procédure collective.

**9.-** Les difficultés à restructurer le bilan des sociétés sous LBO sont d'autant plus préoccupantes, qu'un mur de dette se dresse périlleusement à moyen terme<sup>34</sup>. L'apport significatif de liquidité sur les marchés obligataires *high yield* a permis aux sociétés sous LBO de gagner du temps mais n'a pas réglé pour autant leurs problèmes de solvabilité. Dans une étude publiée en juillet 2013, l'agence d'évaluation financière Moody's estime qu'en dépit de l'amélioration notable de la situation à court terme, « jusqu'à un quart » des sociétés européennes sous LBO pourrait faire défaut au cours des toutes prochaines années<sup>35</sup>. Si les levées de fonds réalisées en 2013 dans l'industrie du *private equity* (461 milliards de dollars) laissent espérer la matérialisation d'une reprise annoncée depuis 2011, l'embellie annoncée semble épargner la France<sup>36</sup>. Dans ce contexte, et tout en gardant à l'esprit la centralité de la dette dans notre modèle productif<sup>37</sup>, le fait que le système juridique français ne soit pas, *a priori*, bien armé pour traiter efficacement les problèmes liés au surendettement des sociétés doit interpeller. L'objet de cet article sera d'en expliquer les raisons dans les grands principes, l'analyse détaillée de chacune des dispositions de notre cadre juridique applicable en la matière nécessitant des développements complémentaires et spécifiques.

**10.-** La première partie de cet article rappellera que les opérations de LBO ne se résument pas à un mode de financement. Des études académiques ont mis en évidence qu'elles peuvent jouer un rôle économique indéniable grâce notamment à l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires par la mise sous tension financière de la société qui, de fait, souscrit indirectement un endettement pour les besoins de son acquisition (**Partie I**).

**11.-** La deuxième partie de cet article montrera que les opérations de LBO induisent des effets négatifs : déséquilibre bilantiel des sociétés cibles et fragilisation structurelle des droits des tiers créanciers de l'entreprise. La réduction des conflits d'intérêts ou « coûts d'agence » entre dirigeants et actionnaires a pour corollaire l'augmentation mécanique des coûts d'agence entre actionnaires et créanciers. En effet, la convergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants accen-

tue le biais comportemental des actionnaires défavorable aux intérêts des créanciers et aggrave l'antagonisme primaire entre ces derniers. Lorsque la société rencontre des difficultés financières – notamment en cas de surendettement – cette confrontation est exacerbée car la concorde entre actionnaires et dirigeants permet la mise en œuvre de comportements opportunistes qui accentuent le risque de dilution des droits des créanciers. Les conséquences importantes des défaillances de LBO sur les tiers créanciers de l'entreprise ont dès lors, à juste titre, inquiété les pouvoirs publics. Ces considérations, démontrées empiriquement, appellent des réponses urgentes, vigoureuses et adaptées. En vue de l'élaboration de propositions opérationnelles, il convient d'identifier les leviers d'action à activer ; l'étude des effets et le retour sur les causes du surendettement des sociétés sous LBO (**Partie II**) est à cet égard un prélude nécessaire.

**12.-** À la lumière de ces considérations empiriques ainsi que des enseignements tirés de l'analyse économique du droit, la dernière partie montrera que le système juridique français ne permet pas un traitement efficace du surendettement des sociétés sous LBO et empêche l'industrie d'opérer sa mutation afin de créer de la valeur actionnariale autrement que grâce au levier financier et fiscal. La matrice théorique établit que les mécanismes contractuels constituent en principe la solution optimale – afin d'encadrer l'opportunisme des dirigeants et des actionnaires et permettre un traitement efficace des difficultés des entreprises – sans disqualifier toute action étatique. L'insuffisance des dispositifs contractuels justifie l'intervention législative, que la théorie dédie en premier lieu au soutien des prévisions des parties – le droit des entreprises en difficulté n'étant dans cette optique qu'une continuation du contrat – et qu'elle soumet à un test comparatif d'efficacité coût-bénéfice. Après une présentation des notions essentielles de la théorie économique du droit, nous consacrerons cette dernière partie à la revue des règles du droit français applicables au traitement du surendettement dans les opérations de LBO. Il sera à cette occasion notamment montré que les règles de mise en jeu de la responsabilité des dirigeants, de par leur imprécision et la volonté affirmée de la Chancellerie d'activer l'arsenal juridique de sanction des dirigeants des entreprises mises en liquidation judiciaire<sup>38</sup>, non seulement ne devraient pas rendre plus efficace le traitement du surendettement des entreprises concernées mais semblent également entraîner des effets contre-productifs (**Partie III**).

## I. Le rôle économique des opérations de LBO

**13.-** Les opérations de LBO présentent un intérêt économique selon les études universitaires réalisées en la matière. Bien que leur contribution à la croissance de long terme demeure controversée (1.), il est avéré que les opérations de LBO constituent un vecteur de création de richesse économique (2.).

34 La situation économique actuelle paraît déjà rendre les négociations relatives à la restructuration plus difficiles, voir A. Lefebvre, « Restructuration de dettes – Les négociations tournent au clash », *Option Finance*, n°1246, 25 novembre 2013, pp. 14-18.

35 Moody's « *Unrated European LBOs : Refinancing Burden Eases but Default Risk Remains High for Weakest Companies* » Juillet 2013, disponible à l'adresse suivante : [https://www.moody.com/research/Moodys-Unrated-European-LBOs-refinancing-burden-eases-but-the-weakest-PR\\_276926](https://www.moody.com/research/Moodys-Unrated-European-LBOs-refinancing-burden-eases-but-the-weakest-PR_276926). Moody's souligne que le montant total des sociétés concernées par des problèmes de difficultés de refinancement est passé de 171 milliards d'euros à 122 milliards d'euros et qu'environ 288 sociétés seraient concernées en Europe (alors que 368 sociétés étaient concernées une année auparavant selon Moody's). Un grand nombre de ces sociétés résident en France et le montant total de leur dette équivaut à 24 milliards d'euros.

36 « *Le private equity, victime d'un afflux de capitaux* », *Capital Finance*, semaine du 10 mars 2014, n°1141, p. 24 & s. : « Si les LPs ont de nouveau le mot Europe à la bouche, ils n'ont pas du tout le pays France en odeur de sainteté. Ils voient notre pays englué macroéconomiquement, socialement et fiscalement, alors même qu'ils sont prêts à redonner leurs faveurs à nos voisins espagnols. »

37 Martha Poon, R. Wosnitzer, « *Liquidating corporate America : how financial leverage has changed the fundamental nature of what is valuable* », *op. cit.*

38 Lettre du Ministre de la Justice à Monsieur le Premier président de la Cour des Comptes, 23 juillet 2013, relative à « l'organisation et fonctionnement de la justice commerciale » : « La Cour relève également le faible taux des sanctions commerciales prises contre les dirigeants des sociétés mises en liquidation judiciaire. [...] Les politiques suivies par certains chefs de cour [...] permettent une efficacité accrue dans la détection des comportements répréhensibles. Ce sont de bonnes pratiques à encourager. La Chancellerie a interrogé les parquets sur leur politique de sanctions commerciales. Les remontées devraient permettre de faire émerger et de diffuser de telles bonnes pratiques ».

## 1. Un instrument de croissance controversé

**14.-** Le *private equity*, et particulièrement les opérations de LBO, ont mauvaise réputation : opacité décisionnelle des acteurs, rémunérations excessives au regard de la prise de risque, irresponsabilité sociale<sup>39</sup>, rente financière illégitime... Cette défiance repose fondamentalement sur le soupçon de stérilité économique de ces opérations, autrement qualifiées de « vampirisme financier »<sup>40</sup>. De fait, les opérations de LBO, initiées dans les années 80, ont inauguré un nouveau mode de création de valeur, fondé sur la capacité financière de la société et non plus sur sa capacité industrielle. Dans cette mécanique du LBO, la création de valeur est affranchie des capacités productives concrètes et résulte de la capacité de la société à dégager suffisamment de trésorerie pour servir la dette. D'un point de vue fiscal, les opérations de LBO permettent aux investisseurs de percevoir des revenus taxés sous le régime des plus-values. Ce type d'opérations a bouleversé les conceptions traditionnelles relatives à l'entreprise et révolutionné le rapport à l'endettement en montrant que la dette sociale n'est pas intrinsèquement néfaste et peut au contraire être source de richesse.

**15.-** La crise a actualisé et généralisé la critique d'illégitimité adressée au *private equity* et cristallisée sur l'industrie du LBO. C'est dans ce contexte passionné et polémique<sup>41</sup> que la question lancinante de la contribution de l'industrie du LBO à la croissance de long terme ressurgit. Contrairement au segment du capital-développement et du capital-risque<sup>42</sup>, les opérations de LBO n'ont pas pour ambition première de financer le développement des entreprises ou de stimuler l'innovation, bien que certains considèrent qu'elles y contribuent<sup>43</sup>. D'aucuns s'inquiètent également que les effets typiques des opérations de LBO – rationalisation de l'organisation de l'entreprise et réduction des dépenses en capital – n'affectent le potentiel de croissance de long terme de l'entreprise.

**16.-** La durée d'investissement des actionnaires dans les LBO étant limitée, l'utilisation des études sur le rendement de l'investissement actionnarial comme mesure de la création de valeur des opérations de LBO sur le long terme est naturellement sujette à caution. Des fonds actionnaires peuvent obtenir de confortables retours sur investissement tout en laissant, après leur départ, les sociétés dans une situation financière dégradée, empêchant le financement à l'avenir de projets d'investissement créateurs de valeur. Inversement, le retour sur investissement confortable que réalisent des investisseurs sur une opération de LBO peut très bien être utilisé, à l'avenir, au financement de projets d'investissements d'autres

sociétés, davantage créateurs de valeur que ceux qui auraient pu être financés si les actionnaires n'avaient pas extrait de la valeur de la société.

**17.-** De nombreuses études universitaires<sup>44</sup> confirment l'existence d'une corrélation positive entre le développement de l'industrie du *private equity* dans un pays et le niveau de sa croissance. Elles mettent en évidence la contribution de l'industrie du LBO à l'innovation, en ce que les cibles d'une telle opération ne réduisent pas leur activité de dépôt de brevets et poursuivent leur effort en recherche et développement en se recentrant sur leur cœur de métier. Elles montrent que les fonds d'investissement ayant un horizon d'investissement plus long tendent à investir dans des sociétés plus jeunes, moins matures et à les conserver plus longtemps dans leur portefeuille d'actifs<sup>45</sup>. D'autres établissent une corrélation positive entre LBO et productivité<sup>46</sup>, montrant que les entreprises ayant subi une opération de LBO connaissent une croissance de leur productivité et de leur performance. Enfin, les études dédiées aux effets sur l'emploi et les politiques de ressources humaines obtiennent des résultats contrastés : certaines montrent que le niveau de l'emploi salarié et le salaire moyen des sociétés sous LBO augmentent durablement, d'autres rapportent que le nombre d'emplois non directement productifs diminue alors que le niveau de l'emploi productif se maintient.

**18.-** Cependant, aucune étude n'a jusqu'à présent clairement démontré un lien de causalité entre les opérations LBO et la croissance sur le long terme<sup>47</sup>. L'incertitude des effets des

39 M. Bertrel, « L'impact social du LBO sur la société « cible » ou la nécessité de réformer l'abus de majorité », Revue des sociétés 2013, p. 75, qui distingue « les montages dans lesquels l'effet de levier est poussé trop loin avec pour corollaire de mettre l'entreprise et ses salariés en situation de risque ».

40 Jean-Pierre Bertrel, « LBO et vampirisme financier d'origine contractuelle », Fusions et Acquisitions Magazine, 17 mai 2010.

41 Voir la multiplicité des rapports émis courant 2007 sur les risques liés aux LBO. Pour la France, notamment, rapport de la Commission bancaire et étude de Fabrice Pansard, « Le Capital-investissement en Europe : quelle physionomie à terme pour ce marché en croissance accélérée », Revue mensuelle AMF, juin 2007, n° 37.

42 Le capital-innovation porte sur la phase de démarrage des entreprises. Il s'agit du financement d'une société à fort potentiel de croissance à différentes étapes de son cycle de développement, que ce soit a) avant le début d'activités commerciales significatives, b) durant les premières années d'activités commerciales ou encore c) durant la phase de croissance rapide.

43 J. Tåg « *The Real Effects of Private Equity Buyouts* », 2010, *ibid.*

44 Pour une revue complète de la recherche académique à ce sujet, v. S. Kaplan and P. Strömberg « *Leveraged Buyouts and Private Equity* », *ibid.*, J. Tåg « *The real cost of private equity* » *ibid.* et D. Cumming, D. Siegel et M. Wright, « *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance* » (2007) *Journal of Corporate Finance* et A. Berg et O. Gottschalg « *Understanding Value Generation in Buyouts* », *Journal of Restructuring Finance* 2005, vol. 2, n° 1, pp. 9-37.

45 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », 8 mai 2013 disponible sur internet à l'adresse [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2272970](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2272970), pp. 55 et s.

46 Serdar Aldatmaz, « *Private Equity in the Global Economy : Evidence on Industry Spillovers* », University of North Carolina Kenan-Flagler Business School, Research Paper No. 2013-9. L'étude analyse les effets d'entraînement des investissements de *private equity* sur l'économie réelle. Il est ainsi montré qu'à la suite d'investissements de *private equity*, le taux de croissance de l'emploi, la rentabilité, la productivité du travail des entreprises du même pays, cotées en bourse et appartenant au même secteur d'activité, augmentent. De même, il est montré que la croissance du niveau d'investissement en capital s'accélère. Selon l'auteur, les investissements de *private equity* en accroissant la productivité des entreprises cibles de leurs investissements, accentuent l'exigence de compétitivité pesant sur l'ensemble des sociétés d'un même secteur, conduisant à une élévation de la productivité générale sur ce segment.

47 V. par ex. T. Meyer « *Private Equity : Spice for European Economies* », *Journal of Financial Transformation*, n° 18, novembre 2006, pp. 61-69. L'auteur examine la corrélation entre le taux de croissance du PIB et la part de ce dernier que l'économie consacre au *private equity* parmi vingt économies européennes entre 1994 et 2005. Une relation robuste et positive semble pouvoir être établie entre taux de croissance et intensité du *private equity*. Pour un résumé de la recherche académique principalement américaine et anglaise en langue française, v. le rapport du Conseil d'analyse économique sous la direction de J. Glachant, J.-H. Lorenzi et P. Trainar, *ibid.* Les études empiriques réalisées sur la base de données françaises sont peu nombreuses. Si on écarte les études commandées par des groupes d'intérêts privés comme l'AFIC (Association française des investisseurs en capital) avec l'aide de cabinets de consultants (Ernst & Young ou Price WaterHouse Coopers), il existe peu d'études académiques indépendantes, v. par ex. D. Sraer, Q. Boucly et D. Thesmar « *Growth LBOs* », *ibid.* esbrières et A. Schatt « *The Impact of LBOs on Investment Policies and Operations of Acquired French Firms* » (2002) *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 4, décembre 2002.

opérations de LBO sur l'emploi est symptomatique des difficultés à mesurer l'impact réel des LBO sur le long terme, et ce d'autant plus que le nombre d'emplois créé n'est pas un indicateur de création de valeur. Le nombre d'emplois créé dans les sociétés depuis leur acquisition par un fonds ne peut, à lui seul, être un indicateur de la contribution des techniques de LBO à la croissance structurelle<sup>48</sup>, faute de pouvoir distinguer la création d'emplois résultant de la croissance du secteur d'activité, de celle résultant des mesures de restructuration prises avec le soutien du fonds LBO<sup>49</sup>. Toutefois, s'il convient de considérer avec prudence les résultats des études précitées, ces travaux académiques n'en constituent pas moins de sérieux indicateurs de tendance.

## 2. Un vecteur d'enrichissement économique

**19.-** Malgré une incertitude concernant leur contribution exacte à la croissance structurelle, il est en revanche établi qu'aux États-Unis les opérations de LBO améliorent la performance opérationnelle des sociétés cibles. Les études montrent que les cibles d'un LBO ont augmenté leur revenu opérationnel (+ 42 %), réduit leurs dépenses en capital et augmenté leur trésorerie (+ 96 %) dans les trois ans suivant leur acquisition. Elles ont également réduit leurs coûts de fonctionnement et augmenté leur marge opérationnelle. La profitabilité est accrue lorsque le *sponsor* est spécialisé dans une industrie similaire à la cible<sup>50</sup>.

**20.-** Les effets des opérations de LBO sur la performance des sociétés cibles sont principalement le résultat de : 1°) la réduction des coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires<sup>51</sup>, 2°) le transfert du contrôle de l'entreprise vers un nouveau propriétaire ayant vocation à rester temporairement

dans la société pour la céder à plus ou moins long terme ainsi que 3°) un apport en expertise par les nouveaux propriétaires ainsi qu'un apport en capital *via* un meilleur accès au crédit.

**21.-** Concernant le premier point, la réduction des coûts d'agence passe par un alignement des intérêts des dirigeants de la société avec ceux des nouveaux propriétaires à travers des mécanismes de rémunération particuliers<sup>52</sup>. Cet alignement vise à renforcer l'implication des dirigeants dans l'entreprise et à freiner leur tentation de vouloir se construire un empire<sup>53</sup> avec la trésorerie disponible<sup>54</sup>. Les études montrent qu'un des gains majeurs associés aux opérations de LBO est la résolution des problèmes d'agence<sup>55</sup>. En dédiant la trésorerie au paiement de la dette d'acquisition et donc en tarissant les liquidités en interne, l'opération incite les dirigeants à rationaliser le fonctionnement de la société et à rechercher une meilleure performance opérationnelle tout en limitant leur pouvoir discrétionnaire<sup>56</sup>. De manière générale, les investisseurs financiers tendent à exercer un contrôle vigilant sur la gestion sociale des dirigeants de la *holding* et de la société cible<sup>57</sup>.

48 Rapport du Conseil d'analyse économique sous la direction de J. Glachant, J.-H. Lorenzi et P. Trainar, *ibid.*

49 Aux États-Unis, une étude a établi que le nombre d'emplois dans des sociétés initialement cotées ayant fait l'objet d'un rachat avait augmenté mais dans une proportion moindre qu'au sein d'autres sociétés du même secteur d'activité, v. S. Kaplan, « *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value* » (1989) *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 217-254. Un résultat similaire a été trouvé dans une étude sur un échantillon de sociétés américaines entre 1980 et 2005 : S. Davis, J. Haltiwanger, R. Jarmin, J. Lerner et J. Miranda J. : « *Private equity, Jobs and Productivity* » in *The Global Economic Impact of Private Equity Report*, World Economic Forum, janvier 2009. Au Royaume-Uni, sur la période allant de 1999 à 2004, une étude montre que la croissance de l'emploi au sein de sociétés ayant fait l'objet d'un rachat et au sein d'autres sociétés du même secteur d'activité a été identique mais que les salaires ont augmenté moins rapidement : v. K. Amess ; M. Wright « *Leveraged Buyouts, Private Equity and Jobs* », (2010) *Small Business Economics*, vol. 29(3), pp. 329-349.

50 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *ibid.*, particulièrement Boucly, Sraer et Thesmar, « *Growth LBOs* », *Journal of Financial Economics*, 102 (2011), pp. 432-453 sur un panel de LBO réalisés en France. Les levées de fonds par les sociétés de gestion françaises pâtiraient de l'insuffisante spécialisation des équipes et d'une stratégie d'investissement principalement fondée sur le *sourcing* et non la croissance externe des participations, selon A. D'Amico, « *La France reste le gros point d'interrogation du non-coté européen* », in *Capital Finance*, dossier spécial « *levées de fonds* », n° 1134, semaine du 20 janvier 2014, p. 22.

51 La divergence d'intérêts entre les différents acteurs de la vie de l'entreprise fait naître un certain nombre de coûts appelés « coûts d'agence ». Ces derniers recouvrent notamment les coûts de surveillance consentis par le mandant/le principal pour vérifier l'adéquation entre la gestion du mandataire/l'agent et ses propres objectifs (mise en place de procédures de contrôle, de systèmes d'audit, rémunération du mandataire...) et les coûts de dédouanement engagés par le mandataire dans le but de rassurer le mandant sur la qualité de sa gestion (édition de rapports annuels...) (définition du Vernimmen).

52 S. Kaplan et P. Strömberg « *Leveraged Buyouts and Private Equity* » (2009) *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, pp. 121-146. L'équipe de management perçoit une part significative de la plus-value réalisée, à travers la détention de titres donnant accès direct ou à terme du capital des sociétés cible. Les fonds LBO exigent également du management qu'il investisse de manière significative dans la société, de sorte que non seulement ce dernier perçoit une quote-part significative de la plus-value, en cas de succès, mais également, en cas d'échec, il en supporte une partie des conséquences. V. également M. Jensen et K. Murphy (1990), « *Performance pay and top-management incentives* », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°2 (Apr., 1990), pp. 225-264. V. également B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », 8 mai 2013 disponible sur internet à l'adresse [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2272970](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2272970).

53 En anglais « *theory of empire building* » faisant référence à la tentation des dirigeants d'augmenter la taille de l'activité de leur entreprise, le nombre de salariés et la valeur des actifs sous leur contrôle, afin d'augmenter leur influence, plutôt que de se soucier de la profitabilité de leurs projets pour les actionnaires.

54 Cette pression réduit le problème de la trésorerie disponible « *free cash flow problems* », tel que décrit par Michael Jensen dans les industries matures, M. Jensen « *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers* », *The American Economic Review*, vol. 76, n°2.

55 E. B. Rock, « *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality* », 1 janvier 2013, Penn Law : Legal Scholarship Repository : vol. 161, pp. 1907-1988 ; p. 1926 : « *The evidence summarized above, it seems to me, at least shifts the burden to the anti-agency cost crusaders to show that managerial agency costs remain significant* ».

56 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.* : l'étude montre que les opérations de *leveraged recapitalizations* créent de la valeur : l'assèchement de la trésorerie disponible, consécutive à l'endettement ou l'augmentation de l'endettement de la société et la distribution d'un dividende, a pour effet de rationaliser le fonctionnement de l'entreprise, en incitant à des réductions de coûts et à l'amélioration de la performance opérationnelle, et donc de discipliner les dirigeants, notamment en contraignant leur pouvoir décisionnel en matière d'investissements. La création de valeur est toutefois temporaire, limitée aux années précédant et suivant la distribution de dividende financée par la dette.

57 Michael C. Jensen, Edsel Bryant Ford, « *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy* », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22 -1 : Les auteurs développent la thèse qu'aux États-Unis, les sociétés sous LBO offrent un nouveau modèle de gouvernance dévolu aux sociétés de gestion des fonds d'investissement qui, dévouées aux intérêts de leurs propres investisseurs, se substituent à une direction « *corporate* » traditionnelle, auparavant exercée par les conseils d'administration. L'opération de LBO emporte transfert de la direction des sociétés cibles depuis de pléthoriques groupes d'industriels à des équipes légères composées de financiers. Elle a pour corollaire le renforcement du contrôle des dirigeants car l'importance des montants investis en dette et en capital nourrit l'activisme vigilant des fonds d'investissement sur la gestion sociale. En France, une telle situation est difficilement envisageable compte tenu des

**22.-** Concernant le second point, l'arrivée de nouveaux propriétaires au niveau des sociétés cibles facilite les changements organisationnels, le remplacement éventuel des dirigeants, voire une remise en cause des accords salariaux lorsque la législation le permet. Les actionnaires n'ayant pas vocation à rester indéfiniment propriétaires des sociétés acquises, ils seraient davantage enclins à procéder aux restructurations nécessaires à la réalisation de gains de productivité afin d'en tirer le meilleur prix de vente. Le risque que les actionnaires initient cependant des stratégies de court terme affectant de manière négative le long terme n'est pas exclu, en particulier lorsqu'à une première opération de LBO, succède une seconde opération de LBO (dite « LBO secondaire »), puis une troisième opération LBO (dite « LBO tertiaire »). La recherche académique a en effet mis en évidence que dans les LBO secondaires et tertiaires, le recours au levier est plus important que dans les LBO primaires et qu'en conséquence, les risques pour la société cible sont plus importants<sup>58</sup>.

**23.-** Concernant le dernier point relatif à l'apport d'expertise et de capital, il est important de souligner une nette évolution des pratiques. Aux États-Unis, dans les années 80, les fonds LBO ont pu réaliser de confortables retours sur investissement grâce aux techniques d'ingénierie financière et à la mise en place de politiques de réduction des coûts significatives. Ces mesures sont désormais insuffisantes. Compte tenu de la concurrence accrue sur tous les marchés, les sociétés n'attendent pas de se faire racheter par un fonds LBO pour revoir leurs pratiques managériales et réduire les coûts d'agence entre dirigeants et actionnaires qui justifient au début des années 80 le recours à l'endettement. D'autres stratégies/institutions se sont développées afin de s'assurer que l'intérêt des dirigeants soit davantage aligné avec celui des actionnaires : l'activisme grandissant des actionnaires institutionnels, le poids croissant des *hedge funds* sur les marchés financiers ou encore le développement des mécanismes de rémunération des dirigeants indexés à la performance actionnariale<sup>59</sup>. Dans ce contexte, les fonds LBO ont dû s'adapter à ce changement d'environnement et doivent dorénavant pouvoir apporter un surcroît d'expertise afin d'espérer améliorer les pratiques managériales et corriger les erreurs stratégiques et opérationnelles des sociétés convoitées<sup>60</sup>. Le profil des cibles des fonds LBO a donc changé, ceux-ci cherchant plutôt à investir dans des sociétés aux techniques de gestion encore peu sophistiquées afin d'accroître la marge de croissance de la performance susceptible d'être réalisée.

conséquences attachées à l'immixtion par les actionnaires dans la gestion de leurs participations, en cas de liquidation de ces dernières.

- 58 V. notamment, F. Degeorge, J. Martin et L. Phalippou « *Agency costs and investor returns in private equity : consequences for secondary buyouts* », décembre 2013, disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). « *Private Equity Lemons ? Evidence on value creation in secondary buyouts* », février 2011, également disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 59 V. B. Adler et M. Kahan, « *The Technology of Creditor Protection* », 161 U. PA. L. REV. 1773 (2013), et E. Rock, « *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality* », 161 U. PA. L. REV. 1907 (2013).
- 60 V. S. Kaplan et P. Strömberg « *Leveraged Buyouts and Private Equity* », *ibid.* La plupart des grands fonds de *private equity* américains embauchent désormais plus facilement en leur sein des professionnels ayant une longue expérience dans l'industrie. Ils s'entourent également de consultants, que ce soit en interne ou en externe pour qu'ils les aident à identifier de nouvelles opportunités d'investissement, proposer des changements stratégiques, des changements et des repositionnements ; v. également V. O. Gottschalg, V. Acharya, M. Hahn, C. Kehoe « *Corporate Governance and Value Creation : Evidence from Private Equity* » – Review of Financial Studies, à paraître.

**24.-** L'intérêt que présentent les opérations de LBO en matière d'apport en capital n'est pas négligeable<sup>61</sup>. Paradoxalement, la réalisation d'opérations de LBO est susceptible de faciliter l'accès au crédit des sociétés cibles et de leurs filiales. Bien que les sociétés cibles aient à s'acquitter du remboursement de la dette d'acquisition, elles bénéficient souvent d'un accès plus aisé au crédit après leur rachat par un fonds LBO. Ce phénomène s'explique par les relations d'affaires établies entre les fonds acquéreurs et les établissements de crédit lors de l'opération de LBO et par une diminution de l'asymétrie d'information dont souffrent particulièrement les sociétés familiales vis-à-vis des établissements bancaires<sup>62</sup>. Cette hypothèse pourrait servir d'explication aux résultats d'une étude française sur la performance des LBO réalisés sur les sociétés familiales<sup>63</sup>. L'étude relève que la croissance des sociétés initialement détenues par un actionnariat familial est plus importante en France qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Sans pouvoir établir avec certitude les raisons de cette surperformance des sociétés françaises, le fait que les sociétés familiales sous LBO aient bénéficié d'un meilleur accès au crédit après leur acquisition, paraît être une des raisons principales. Précisons également que concernant les sociétés familiales, l'opération de LBO constitue de surcroît une modalité de transmission de l'entreprise<sup>64</sup> et offre donc une opportunité de pérennisation de structures économiquement viables<sup>65</sup>.

**25.-** En résumé, le LBO contribue de fait au financement des entreprises et joue à ce titre un rôle économique essentiel. Il est en outre un vecteur indéniable de création de richesse réelle : la valeur actionnariale que les fonds d'investissement parviennent à extraire de la société cible ne résulte pas seulement d'un transfert de richesse des créanciers antérieurs, ni des salariés, l'opération conduisant bien à une amélioration de la performance opérationnelle de la société et donc à une création de valeur. Le schéma des opérations de LBO a également pour effet de discipliner les dirigeants, asservis au paiement de la dette et dont le comportement est encadré par des outils d'intéressement. Si les opérations de LBO sont source de gains – production de richesse financière et économique, réduction des coûts d'agence entre actionnaires et dirigeants – elles apparaissent simultanément porteuses de fragilités structurelles. Latentes en période d'expansion, ces faiblesses se révèlent en période de retournement, justifiant

61 M. Bertrel, « *L'impact social du LBO sur la société « cible » ou la nécessité de réformer l'abus de majorité* », *op. cit.* L'auteur indique ainsi : « *le LBO participe à la liquidité du capital des sociétés nécessaire au bon fonctionnement du capitalisme et, plus largement, de l'économie* ».

62 Le Conseil d'analyse économique relève que le dynamisme du *private equity* français apparaît comme la condition *sine qua non* de la revitalisation du tissu entrepreneurial de la France. v. rapport du Conseil d'analyse économique sous la direction de J. Glachant, J.-H. Lorenzi et P. Trainar « *Private equity et capitalisme français* », *op.cit.* Le Conseil d'analyse économique souligne ainsi que, du fait de problèmes de financement des PME françaises en comparaison des PME allemandes, les premières sont, en moyenne, plus petites et plus fragiles que leurs homologues, présentent un taux de survie moins élevé, croissent moins vite, sont moins exportatrices et préservent plus difficilement leur indépendance.

63 D. Sraer, Q. Boucly et D. Thesmar, « *Growth LBOs* », *Journal of Financial Economics*, novembre 2011, 102, pp. 432-453. Les résultats de ces travaux sont similaires à ceux réalisés aux États-Unis sur un même échantillon similaire de sociétés (détenues également par des sociétés familiales), J. Chung, 2009. « *Leverage buyouts of private companies* », working paper, Ohio State University, Columbus, OH.

64 Voir par exemple Marcel Deruy, « *Du bon usage des LBO* », juin 2010, p. 18.

65 M. Bertrel, « *L'impact social du LBO sur la société « cible » ou la nécessité de réformer l'abus de majorité* », *op. cit.*

que les pouvoirs publics scrutent avec inquiétude le surendettement des sociétés cibles après l'éclatement de la bulle spéculative en 2007.

## II. Causes et conséquences du surendettement des sociétés sous LBO

**26.-** Les fonds LBO ont profité de l'euphorie financière en recourant massivement à l'endettement pour financer leurs acquisitions. L'éclatement de la bulle du crédit en 2007 et le retournement financier, bancaire et économique subséquent ont révélé de manière brutale les fragilités latentes des sociétés ayant fait l'objet d'une opération de LBO (fragilité bilantielle et fragilisation des droits des créanciers). L'examen minutieux des causes (1.) et des conséquences (2.) du surendettement des sociétés sous LBO permettra d'identifier les leviers d'actions susceptibles d'être actionnés afin de tenter de formuler un cadre juridique approprié en vue du traitement de ces déséquilibres financiers et de leurs conséquences.

### 1. Les causes du surendettement des entreprises acquises sous LBO

**27.-** Les origines du déséquilibre bilantielle des entreprises sous LBO sont établies et consistent en une combinaison de comportements microéconomiques et de mécanismes macroéconomiques. Au-delà de cette dichotomie générale et faiblement didactique et en vue de l'élaboration de préconisations opérationnelles, il importe de distinguer les causes conjoncturelles (1.1.) des causes structurelles sur lesquelles tout traitement efficace du surendettement devra intervenir (1.2.).

#### 1.1. Des anticipations conjoncturelles contrariées

**28.-** Dans un contexte de politique monétaire expansionniste et d'abondance du crédit, les acteurs ont surestimé les capacités financières des sociétés cibles.

**29.-** L'accumulation rapide de réserves de change par les pays émergents et les pays exportateurs de matières premières ainsi que le niveau faible des taux d'intérêt ont entraîné une abondance de liquidité sur les marchés mondiaux<sup>66</sup>. Dans ce contexte, pour obtenir de meilleurs rendements, les prêteurs ont été naturellement encouragés à prendre de plus en plus de risques. Sur le segment du LBO, les prêteurs ont ainsi plus facilement accepté de financer l'acquisition de sociétés dans des proportions de plus en plus importantes tout en étant moins attentifs à leurs fondamentaux. Les résultats d'études universitaires corroborent cette affirmation. Le niveau d'endettement des sociétés sous LBO apparaît moins lié aux caractéristiques spécifiques de l'emprunteur que le niveau d'endettement des sociétés cotées. Pour cette raison, il n'existe aucune relation systématique entre le niveau d'endettement d'une société sous LBO et celui d'une société cotée exerçant pourtant une activité similaire dans une même zone géographique<sup>67</sup>. Les multiples observés sur les opérations de LBO (prix d'acquisition/EBITDA) sont plus liés aux

liquidités disponibles qu'aux fondamentaux du marché (valeur des actifs). Les conditions d'octroi de crédit mesurées par l'écart de taux des prêts à effet de levier par rapport au LIBOR ou à l'EURIBOR apparaissent comme la cause première de la quantité et de la composition de l'endettement des sociétés sous LBO<sup>68</sup>. Les prix d'acquisition augmentent avec la baisse de l'écart de prix tandis que le recours à l'effet de levier est négativement corrélé au retour sur investissement espéré. En résumé, l'abondance de liquidités occasionne une dynamique inflationniste : les prix des actifs augmentent indépendamment de leurs fondamentaux. Les emprunteurs s'endettent en conséquence dans des proportions importantes, afin de financer l'acquisition d'actifs pour des montants supérieurs à leur valeur intrinsèque et au retour sur investissement espéré.

**30.-** À la faveur de cette abondance de liquidités, les fonds LBO ont surestimé les effets de levier financier et fiscal des opérations<sup>69</sup>. L'avantage procuré par le caractère déductible des intérêts de la dette d'acquisition et, plus encore, par le financement de la dette au moyen des flux de trésorerie de la cible, doit être mis en balance avec le coût lié au risque de défaillance des sociétés. Le bénéfice que les fonds tirent de l'augmentation du niveau d'endettement des *holdings* de reprise est, au-dessus d'un certain seuil, annulé par la hausse du risque de défaillance de la cible et les coûts associés à l'accroissement de l'endettement (également nommés coûts de détresse financière<sup>70</sup>).

**31.-** La crise a invalidé des plans d'affaires initialement trop optimistes<sup>71</sup>. Les fonds LBO ont pu en effet surestimer le potentiel de croissance, voire simplement la stabilité, des sociétés cibles, en particulier celles acquises au cours du cycle précédent, c'est-à-dire entre 2003 et 2008. Comme évoqué précédemment, contrairement à la tendance des années 80, les fonds LBO ont pris de moins en moins le contrôle de sociétés aux coûts mal maîtrisés et au potentiel, par conséquent, élevé. La baisse du potentiel aurait pu entraîner une

.....  
dépendant des conditions macro-économiques. Une étude de la Banque de France sur les LBO de taille équivalente a mis en évidence que le prix d'acquisition dépend de la typologie de l'acheteur et que sa détermination résulterait de la combinaison de plusieurs facteurs : la position de force (ou de faiblesse) dans la négociation de l'acheteur face au vendeur, la durée de détention souhaitée, l'implication dans le management de la cible, etc. V. S. Souissi « *Les caractéristiques des montages LBO en France : de fortes spécificités pour les cibles de petite ou moyenne taille* » disponible sur le site de la Banque de France, [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr).

68 D. Hackbarth, J. Miao, et E. Morellec, « *Capital Structure, Credit Risk, and Macroeconomic Conditions* » (2006) *Journal of Financial Economics*, 82, pp. 519-550 ; B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.*

69 Le levier financier des opérations de LBO permet de rembourser la dette opérationnelle par remontée des flux de trésorerie tirés de la société cible sous forme de dividendes. Le levier fiscal repose principalement sur le régime de faveur de l'intégration fiscale. Ce régime autorise, sous certaines conditions, la *holding* d'acquisition à consolider les résultats de l'ensemble des sociétés qu'elle détient. En permettant la compensation des pertes et profits des sociétés du groupe, ce régime permet d'imputer le coût de la dette d'acquisition, c'est-à-dire le montant des intérêts dus au titre de la dette contractée pour l'acquisition de la cible, sur le résultat bénéficiaire avant impôt de la société cible. La réduction d'impôt dont les fonds LBO sont susceptibles de bénéficier est égale au produit du montant des intérêts par le montant de l'impôt sur les sociétés, sous réserve que la loi n'impose pas de plafond à la déductibilité des intérêts, comme c'est le cas dorénavant (LFR 2011). Les fonds peuvent donc être encouragés à augmenter le niveau d'endettement des sociétés qu'ils acquièrent afin d'améliorer le rendement de leur investissement.

70 Cf. 44.-

71 Gautier Chavanet, « *La restructuration de dette des LBO* », *Option Finance* n° 1227, 24 juin 2013, pp. 36-37.

66 Voir par exemple le rapport de la *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011) p. 419, <http://fcic.law.stanford.edu/report>.

67 U. Axelson U, T. Jenkinson T, P. Strömberg P et M. Weisbach « *Borrow Cheap, Buy High? Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* », *ibid.* Le prix d'acquisition des LBO de petite taille est toutefois moins



réduction du recours à l'endettement dans les opérations de LBO. Ce ne fut pas le cas. Par ailleurs, il n'est pas rare de s'apercevoir que l'opération de LBO suscite des engagements imprévus tandis que l'évaluation du surplus de trésorerie tiré de la mise en œuvre de nouvelles synergies avec la cible reste difficile<sup>72</sup>. Les avances de trésorerie et les dettes nettes entre sociétés du groupe cible sont susceptibles de masquer le niveau réel de l'endettement de la cible ou de son besoin en fonds de roulement<sup>73</sup>.

**32.-** La situation de surendettement des sociétés peut également naître, ou être aggravée, par des décaissements de la société réalisés au profit des actionnaires, soit sous la forme de dividendes, soit sous la forme d'un rachat d'un prêt actionnaire, et ce, avant la sortie totale du fonds LBO.

**33.-** La conjonction d'un contexte macroéconomique propice à l'exacerbation du levier de l'endettement et des prévisions ambitieuses des acteurs a encouragé l'endettement excessif des sociétés sous LBO. Ces facteurs conjoncturels expliquent que les prêteurs aient accepté de financer une partie de plus en plus importante du prix d'acquisition, prix croissant avec l'abondance de liquidités et que les emprunteurs aient sollicité toujours plus de fonds, indépendamment des fondamentaux des actifs convoités. Si ces comportements inflationnistes peuvent être taxés de symptômes d'euphorie d'une belle époque, d'autres mécanismes créent des incitations structurelles au surendettement qu'il conviendra de corriger pour tenter d'éviter une répétition des risques financiers actuels.

## 1.2. Des incitations structurelles risquées

**34.-** Les modalités de rémunération des fonds d'investissement et les innovations financières, en nourrissant l'aléa moral des acteurs, ont créé des incitations mécaniques durables en faveur de l'augmentation de l'endettement des sociétés sous LBO.

**35.-** Les modalités de levée de capitaux et de rémunération des gestionnaires de fonds d'investissement ont contribué au surendettement des sociétés sous LBO. Les investissements sont généralement réalisés pendant les cinq premières années de la vie du fonds d'investissement, le reste de sa durée de vie étant dédié à la gestion du portefeuille ainsi constitué et aux désinvestissements. Dans certaines circonstances, les gestionnaires de fonds peuvent être incités à réaliser un nouvel investissement malgré le risque qu'il comporte. Cette incitation surgit lorsque les gestionnaires de fonds ont perdu tout espoir de pouvoir lever un nouveau fonds compte tenu des résultats réalisés sur le précédent fonds et du contexte macroéconomique général. Dans cette situation particulière, la réalisation du nouvel investissement peut leur permettre d'atteindre les seuils d'actifs sous gestion prévus dans la documentation du fonds. Cela peut être également le cas lorsque la commission de gestion due aux gestionnaires à l'issue de la période d'investissement du fonds est calculée sur la base du montant total des actifs sous gestion. La réalisation d'investissements à risque supplémentaires est alors un moyen d'accroître le montant de la rémunération de leurs auteurs. Dans cette situation, la perte que représente pour les

gestionnaires une mauvaise acquisition n'est pas comparable au gain qu'ils peuvent espérer, de surcroît en cas de succès<sup>74</sup>.

**36.-** Par ailleurs, les gestionnaires peuvent être confrontés au phénomène du « *money chasing deals* »<sup>75</sup>, qui peut les conduire à acquérir des sociétés à un prix trop élevé. Ce phénomène se développe à chaque cycle, après plusieurs années de bonne performance des gestionnaires de fonds qui ont investi en début de cycle. Les performances nettes élevées réalisées par les fonds sur les premières années du cycle attirent naturellement, après un certain délai, de nouveaux entrants sur le marché. Ces nouvelles sociétés de gestion sont à même de lever des capitaux importants durant cette période. Ces levées de fonds sont d'autant plus aisées que les sociétés de gestion les plus expérimentées et les plus performantes peuvent être tentées de limiter volontairement la taille de leurs fonds pour éviter une baisse de rendement<sup>76</sup>. Le dollar marginal investi en période haute du cycle se dirige alors plutôt vers des nouveaux entrants, moins expérimentés. Le nombre de sociétés opérationnelles susceptibles de faire l'objet d'un LBO étant forcément limité dans la zone géographique dans laquelle les gestionnaires sont autorisés à investir, la concurrence accrue entre les sociétés de gestion conduit à une hausse du prix des actifs, entraînant corrélativement une augmentation du montant de la dette d'acquisition des sociétés cibles. Les études ont en effet démontré qu'il existe une relation entre le ratio dette/EBITDA et le ratio prix d'acquisition/EBITDA des sociétés sous LBO. En rapportant le niveau de la dette à l'EBITDA<sup>77</sup>, le niveau d'endettement des sociétés en Europe comme aux États-Unis, en 2006, soit presque à la fin du précédent cycle, représentait plus de cinq années d'EBITDA contre quatre années en 2000, en début de cycle<sup>78</sup>.

**37.-** L'accroissement du recours à l'endettement a également été favorisé par l'innovation financière. Grâce au développement des produits dérivés, les sociétés sous LBO ont pu externaliser leur protection contre certains types de risque (tel que le risque de hausse des taux d'intérêts<sup>79</sup>) et libérer les fonds qu'elles y consacraient auparavant. La dette des sociétés sous LBO est par ailleurs souvent structurée en intégrant un volume important de dette non amortissable, qui permet de retarder le plus possible la date à laquelle les sociétés sous LBO devront rembourser le capital de la dette d'acquisition. Les sociétés ont également eu recours à la dette porteuse

<sup>72</sup> Jean-Michel Vignaux, « *Valeur d'entreprise et cashflows* », (octobre 2013) Le Magazine des affaires, p. 14.

<sup>73</sup> *Ibid.*

<sup>74</sup> U. Axelson, T. Jenkinson, P. Strömberg et M. Weisbach : « *Borrow Cheap, Buy High ? Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* », *ibid.*

<sup>75</sup> P. Gompers, et J. Lerner : « *Money Chasing Deals ? The Impact of Fund Inflows of Private Equity Valuation* » (2000) *Journal of Financial Economics* 55, pp. 281-325.

<sup>76</sup> *Ibid.*, v. également S. Kaplan et A. Schoar : « *Private Equity Performance : Returns, Persistence, and Capital Flows* », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, août 2005, pp. 1791-1823. Les auteurs ont étudié le lien entre la taille du fonds, le montant des capitaux levés et le niveau du rendement servi aux investisseurs. Le rendement d'un fonds dépendrait positivement de l'expérience de son équipe de gestion et négativement de sa taille.

<sup>77</sup> EBITDA ou *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, soit le résultat avant dotations aux amortissements et provisions sur immobilisations (mais après dotations aux provisions sur stocks et créances clients) et paiements des intérêts de la dette et des impôts.

<sup>78</sup> U. Axelson U, T. Jenkinson T, P. Strömberg P et M. Weisbach : « *Borrow Cheap, Buy High ? Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts* », *ibid.*

<sup>79</sup> Selon la FSA, 50 % de l'exposition des sociétés sous LBO aux taux d'intérêts a pu en principe être couvert, en général sur une période de trois ans. FSA, « *Private equity : a discussion of risk and regulatory engagement* » disponible sur le site de la FSA, <http://www.fsa.gov.uk>.

d'intérêts *pay in kind* ou PIK. Les intérêts sont capitalisés et payés concomitamment au remboursement du capital. Ce type d'instruments financiers évite aux sociétés sous LBO d'avoir à procéder à des décaissements avant la date butoir. Les flux de trésorerie générés dans l'intervalle servent à l'amélioration des performances opérationnelles et à la diminution des besoins en fonds de roulement plutôt qu'au remboursement de la dette d'acquisition ou au paiement des intérêts. L'objectif pour ces sociétés est ensuite de pouvoir, grâce à l'amélioration de leurs résultats opérationnels sous l'effet des mesures de restructuration à venir, rembourser ou, le plus souvent, refinancer leur dette sur les marchés financiers à des conditions favorables. L'absence de décaissement est un avantage substantiel ; de plus, il est sans conséquence sur la déductibilité potentielle des intérêts, ce qui permet de préserver le levier fiscal. Enfin, l'essor du marché privé de la dette<sup>80</sup>, par exemple la titrisation, a permis de répartir le risque de crédit des sociétés endettées entre un plus grand nombre d'investisseurs. La répartition du risque entre les mains d'un plus grand nombre d'acteurs a également permis de réduire le coût de la dette et, corrélativement, d'augmenter le niveau d'endettement des sociétés. En accroissant le ratio dette/fonds propres dans le financement de leurs acquisitions, les fonds LBO ont pu procéder à des acquisitions de sociétés d'une taille de plus en plus significative<sup>81</sup>.

## 2. Les conséquences du surendettement des entreprises sous LBO

**38.-** Symétriquement à l'analyse des causes, il importe également d'examiner les conséquences de la crise afin de relever les effets que tout traitement efficace du surendettement devra s'appliquer à neutraliser. L'assouplissement monétaire quasi immédiatement initié après la crise et le développement de financements alternatifs ont permis de contenir l'ampleur des conséquences macroéconomiques envisagées, sans pour autant résoudre les difficultés des entreprises sous LBO asphyxiées par leur endettement. Nous rappellerons ces réactions qui ont tempéré un constat pessimiste, ont offert, en différant l'urgence, un temps de réflexion précieux, mais n'ont pas remédié durablement aux difficultés sociales (2.1.). Nous nous concentrerons, parmi les multiples conséquences microéconomiques, sur la fragilisation structurelle des droits des créanciers (ou dilution des créanciers) exacerbée en cas de surendettement. L'aggravation des coûts d'agence entre actionnaires et créanciers – problématique car source d'insécurité juridique et dirimante à plus grande échelle car source de renchérissement du coût du crédit<sup>82</sup> – devra être maîtrisée dans le cadre de tout traitement efficace du surendettement (2.2.).

80 Le développement du marché de la dette privée et des dérivés a permis à des sociétés de faire l'objet d'opérations de LBO, alors que le profil de risque ne le leur permettait pas dans les années 1980 : par exemple, les compagnies d'aviation, qui ont pu céder au marché de la dette privée en dépit de la volatilité de l'activité. V. R. Gilson & C. Whitehead « *Deconstructing Equity : Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets* », *ibid.*

81 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.*

82 Voir par exemple, Reiner R. Kraakman, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda et Edward B. Rock, « *The Anatomy of Corporate Law* », Oxford University Press (2004) pp. 21 et s. Les auteurs soulignent d'une manière générale que la réduction des coûts d'agence, bien que source d'obligations supplémentaires à la charge de l'une des parties à une transaction donnée pour prévenir tout comportement opportuniste, bénéficie de manière paradoxale à l'ensemble d'entre

### 2.1. Les conséquences d'ordre macroéconomique

**39.-** La dégradation des performances moyennes des fonds, inexorable compte tenu de l'augmentation du prix des actifs, de l'éclatement de la bulle de crédit et de la crise économique, a entraîné, fin 2007, un renversement brutal de tendance du cycle dans l'industrie du LBO. Un grand nombre de sociétés en Europe se sont retrouvées en difficulté du fait de l'arrivée à échéance de leurs dettes. Environ 550 milliards de dette LBO européenne devaient ou devront arriver à maturité entre 2012 et 2016<sup>83</sup>. Les injections substantielles de liquidités sur le marché interbancaire et la baisse corollaire des taux d'intérêts ont permis d'atténuer ce scénario dégradé. Ce desserrement salutaire de la contrainte financière a redonné confiance aux acteurs bancaires, permis la reprise des marchés financiers et favorisé l'intervention de nouveaux acteurs, des « fonds de pure dette »<sup>84</sup> offrant aux prêteurs des solutions de refinancement. Dans un contexte de faibles taux d'intérêts, les investisseurs ont été incités à rechercher des investissements leur permettant d'obtenir des rendements plus importants. Le marché obligataire *high yield* a été un des choix privilégiés<sup>85</sup>. En 2012 et 2013, les marchés obligataires *high yield*<sup>86</sup> ont également été en mesure de se substituer en partie aux établissements bancaires en Europe, en dépit du fait qu'ils restent structurellement moins profonds en Europe qu'aux États-Unis. Le volume de dette *high yield* émise en Europe

elles en permettant de réduire le risque associé à cette transaction. La partie bénéficiaire de telles mesures est par conséquent exposée à un risque moins important et est de ce fait prête à accorder une rémunération plus conséquente à celle dont le comportement est encadré. Dans un cadre similaire à celui qui nous intéresse ici, les auteurs affirment qu'une réglementation protégeant les créanciers des comportements opportunistes de la part de leurs débiteurs devrait contribuer à une réduction du coût du crédit et en particulier des taux d'intérêt. Si de telles règles se traduisent concrètement par un alourdissement des obligations pesant sur les débiteurs, elles leur sont donc *in fine* bénéfiques au même titre que pour leurs créanciers. Voir également le chapitre quatre du même ouvrage traitant de la nécessité de la protection des créanciers par le droit des sociétés.

83 Source : Dealogic reprise dans une étude du cabinet Linklaters : « *Off piste. Negotiating Europe's LBO debt mountain* » (2012) disponible sur Internet à <http://www.linklaters.com/Publications/wall-of-debt/Pages/Index.aspx>.

84 Éric Parent, « *Financements alternatifs : mythe ou réalité ?* » Revue banque disponible sur Internet à <http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/article/financements-alternatifs-mythe-realite#desc-puce-nbp-1>.

85 Certaines opérations de LBO sont intégralement financées par des obligations *high yield* (en une ou plusieurs tranches), avec, si nécessaire, une facilité de crédit renouvelable (dite super senior RCF). Dans le cadre des processus d'enchères, le futur acquéreur afin de présenter une offre d'acquisition financée, pourra conclure un *bridge* (prêt relais ou prêt bancaire à court terme) qui sera ensuite refinancé par le produit d'une émission obligataire *high yield*.

86 Le marché obligataire *high yield* est le marché sur lequel s'échangent des titres émis par des sociétés qui ne bénéficient pas d'une notation *investment grade* (Une notation *investment grade* correspond aux notations situées entre AAA et BBB, selon l'échelle de Standard & Poor's, soit un niveau de risque faible) et dont le paiement est historiquement contractuellement subordonné à celui de dettes plus senior, tels les prêts bancaires. Les investisseurs spécialisés qui interviennent sur ce segment acceptent typiquement un profil de risque plus élevé que les banques traditionnelles. Leur objectif est de choisir un actif susceptible d'offrir un rendement attractif et parfois, pour les investisseurs intervenant sur le marché secondaire, la perspective d'un gain supplémentaire sous forme de plus-value de cession en anticipant le rehaussement de la notation des titres. Les opérations de LBO sont davantage financées aux États-Unis par de la dette obligataire qu'en Europe. Pour une explication des raisons juridiques pouvant expliquer la moindre profondeur des marchés obligataires *high yield* européens et français en particulier : S. Vermeille « *Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... Ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance* » (2012) RTDF, n°2, p. 28.

est passé de 2 milliards l'année suivant le retournement de cycle à 47 milliards en 2012<sup>87</sup>. Cependant, seules les sociétés sous LBO dans une situation financière relativement satisfaisante ont pu avoir accès aux marchés obligataires tandis que les plus fragiles d'entre elles n'ont pas été en mesure de s'y refinancer en raison d'une notation de crédit insuffisante. Ce financement alternatif demeure complexe et coûteux, en particulier pour les acteurs du bas du *mid-market* (c'est-à-dire en dessous de 150 millions d'euros) tandis que certaines sociétés même peu endettées accèdent difficilement au financement bancaire.

**40.-** Cette reprise des marchés financiers et bancaires a ainsi empêché les scénarios les plus noirs de se réaliser en ce qui concerne le nombre de LBO potentiellement en situation de défaut. Dans une étude publiée en juillet 2013, Moody's a réévalué le besoin financier des entreprises européennes ayant fait l'objet d'un rachat par effet de levier dans les années 2005 à 2007, à 68 milliards d'euros de dette à rembourser d'ici à 2015<sup>88</sup>. Les fonds d'investissements ont également manifesté leur souhait d'investir. Selon des données annuelles présentées par Bain & Co, 461 milliards de dollars ont été abondés dans 902 véhicules à l'échelle mondiale, en 2013, soit un montant supérieur de 21 % à celui levé par les gérants en 2012<sup>89</sup>.

**41.-** Cette détente reste cependant toute relative pour deux raisons principalement. Les taux d'intérêts finiront par augmenter, entraînant mécaniquement une hausse du coût du crédit pour les entreprises, qu'elles ne parviendront pas forcément à absorber. Par ailleurs, en raison des nouvelles contraintes de fonds propres attendues de l'entrée en vigueur prochaine de la réglementation Bâle III à travers la directive CRD IV<sup>90</sup>, les établissements bancaires doivent accroître leur solvabilité et donc se désendetter dans les années à venir. Plutôt que de devoir augmenter leurs fonds propres, ils semblent avoir décidé, autant que possible, de sortir de leurs bilans les prêts LBO devant arriver à maturité et dorénavant plus risqués. Ainsi la vigilance reste de mise et les investisseurs demeurent sélectifs : si certains fonds opèrent des levées record (Apollo Global Management a obtenu un montant sans précédent de 17,5 milliards de dollars en 2013 au plan mondial<sup>91</sup>), les investisseurs se méfient des équipes aux performances moyennes et évitent les « fonds zombies », ces véhicules dont le portefeuille tarde à être cédé et qui bloqueraient jusque 116 milliards de dollars<sup>92</sup>.

## 2.2. La dilution des droits des créanciers antérieurs à la dette LBO par l'effet de la situation de surendettement

**42.-** Comme évoqué précédemment, les opérations de LBO ont permis de réduire les coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires grâce au recours à la dette. Néanmoins, elles ont en même temps recréé d'autres types de coûts d'agence : entre les actionnaires et les créanciers de la société cible. Le cœur du problème est que les actionnaires, qui ont des droits illimités sur la société, sont incités à transférer leur risque sur les créanciers qui, quant à eux, détiennent des droits fixes. Les actionnaires peuvent externaliser ce risque de plusieurs manières : (i) en ponctionnant des actifs sociaux, (ii) en substituant aux actifs sociaux des actifs plus risqués, ou, comme dans le cas des LBO, (iii) en augmentant le montant de la dette sociale<sup>93</sup>. La mise en œuvre de ces pratiques est d'autant plus probable que les actionnaires contrôlent les dirigeants, par le truchement d'une rémunération variable ou l'octroi de titres donnant accès direct ou à terme au capital, comme il y a lieu dans les opérations LBO. La maîtrise de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants facilite l'expression des antagonismes primaires entre actionnaires et créanciers. En conséquence, elle renchérit les coûts d'agence entre actionnaires et créanciers, qui sont d'autant plus élevés en France que les mécanismes d'intéressement des dirigeants dans le cadre des LBO incluent pour des raisons fiscales des outils de participation au capital<sup>94</sup>.

**43.-** La dilution des droits des créanciers antérieurs à la dette LBO par l'augmentation du niveau d'endettement de la société est typique des opérations de LBO. Ce dernier, au-delà d'un certain seuil, entraîne pour les créanciers un coût lié au risque qu'ils ne soient pas remboursés du montant intégral de leurs créances en cas de défaut de la société. Le niveau du seuil est difficile à déterminer. Il est fonction d'un nombre indéfini d'événements tels que l'évolution des résultats opérationnels de la société, les conditions macroéconomiques... Ces événements peuvent avoir un impact plus ou moins important sur le risque de défaillance de la société et, par conséquent, sur le risque de dilution des créanciers. Ce seuil est d'autant plus difficilement appréciable qu'il est – comme toute valeur de marché – fonction des anticipations subjectives des acteurs. Le marché peut, par exemple, accorder plus d'importance que certains créanciers à la survenance d'un événement et provoquer une baisse du cours des titres de dette émis par la société en deçà d'un montant que ses créanciers jugeraient conforme aux fondamentaux de l'entreprise. Ces créanciers subiront donc le coût de la baisse du cours de leurs titres, correspondant à l'appréciation par le marché de la situation de la société. De même, les créanciers antérieurs à la dette LBO peuvent avoir le sentiment qu'une opération de LBO les dilue, s'ils jugent que la valeur prélevée par les fonds LBO afin de rembourser la dette d'acquisition, ne sera

87 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op. cit.*

88 Moody's : « *Unrated European LBOs : Refinancing Burden Eases but Default Risk Remains High for Weakest Companies* » disponible sur le site Moody's.

89 « *Le private equity, victime d'un afflux de capitaux* », Capital Finance, *op. cit.*

90 V. Rapport n° 467 (2011-2012) de Mme Nicole BRICQ, fait au nom de la commission des finances, déposé le 6 mars 2012, relatif à la proposition de résolution sur la réglementation bancaire (E 6480 et E 6787). Ce rapport est disponible sur le site du Sénat, [www.senat.fr](http://www.senat.fr).

91 Apollo Global Management se distingue également par sa stratégie d'investissement basée sur le rachat de dette, dont le montant détenu est passé de 4 à 103 milliards de dollars entre 2007 et 2014, *in* <http://www.bloomberg.com/news/2014-02-05/apollo-credit-twice-size-of-buyouts-shows-private-equity-shift.html>.

92 Capital Finance, dossier spécial « *levées de fonds* », *op. cit.*

93 E. Rock « *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality* », (2013). Faculty Scholarship. Paper 1927, disponible sur [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

94 Depuis 2013, les plus-values de cession de valeurs mobilières sont en principe imposées au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Ce régime d'imposition demeure favorable en raison d'exceptions (imposition forfaitaire des gains issus de PEA) et des mécanismes d'abattement (subordonné à une condition de durée de détention). En cas de requalification par l'administration fiscale des plus-values en salaires, justifiée par le fait que les dirigeants n'auraient pas la qualité d'investisseur au capital de l'entreprise, l'avantage procuré au dirigeant serait alors assujéti à l'impôt sur le revenu de 45 % pour la tranche 150 000 euros-1million d'euros et 75 % pour la tranche supérieure, voire aux cotisations sociales (salariales et patronales).

pas compensée par l'amélioration des résultats opérationnels liés aux gains de productivité réalisés post LBO ou empêchera le financement de projets d'investissement créateurs de valeur.

**44.-** Lorsqu'une société est en situation de surendettement, elle subit des destructions de valeur, dits coûts de « détresse financière ». Ces coûts sont susceptibles de survenir bien avant que la société ne fasse défaut sur sa dette. L'obligation pour une entreprise de rembourser des dettes d'un montant important est en effet susceptible d'accaparer rapidement une part importante de ses ressources. Cette obligation détourne l'attention des dirigeants et des salariés de l'activité opérationnelle pendant la durée des négociations avec leurs créanciers. Elle incite au départ les employés les plus performants et rend plus difficile le recrutement de nouveaux salariés. Cette obligation empêche également le financement de projets créateurs de valeur indispensables à la poursuite de son activité et aggrave les effets de chocs externes imprévisibles (par exemple, les effets des grèves des transports publics, des catastrophes naturelles, de soulèvements politiques à l'étranger où la société exerce une activité...). Ces coûts de « détresse financière » précipitent la transformation des difficultés financières en difficultés économiques, la date du basculement demeurant incertaine tant que la société ne fait pas défaut. Lorsque les difficultés financières de la société entraînent un défaut de paiement, la dilution des droits des créanciers s'accélère, à moins qu'il ne soit mis fin rapidement au surendettement. En effet, la crise de liquidité emporte une destruction de valeur économique importante. La société peut également être contrainte de céder ses actifs à un prix décoté, afin de financer son activité. L'impossibilité pour la société de financer ses besoins en fonds de roulement occasionne également des destructions de valeur importantes : la société est alors dans l'impossibilité de régler ses fournisseurs et d'approvisionner ses clients.

**45.-** En résumé, une opération de LBO est susceptible d'entraîner, dès sa réalisation et/ou ultérieurement, un coût pour les créanciers antérieurs, lié au risque de dilution de leurs droits en raison de l'augmentation de l'endettement. L'ampleur du dommage demeure incertaine tant que la société n'a pas fait défaut ou n'a pas procédé à une restructuration de sa dette. Tant que le risque de dilution ne s'est pas matérialisé, les créanciers subissent un coût et non un dommage en ce sens que la perte n'est pas opposable à un tiers, sauf si les créanciers se sont assurés contre le risque. Les créanciers sont susceptibles de subir un coût lié au risque de dilution, et ce, même si l'opération de LBO n'entraîne pas de détérioration de la situation économique de la société. Dès lors que les difficultés économiques succèdent aux difficultés financières, le risque de dilution devient objectif. Les créanciers ont donc intérêt, lorsque ce scénario se réalise, à provoquer rapidement une restructuration du bilan de la société. Cela est d'autant plus vrai que s'ils attendent la survenance du défaut de paiement, ils courent le risque que la dilution de leurs droits ne s'aggrave.

**46.-** À défaut de traitement efficace, le surendettement des sociétés sous LBO est susceptible d'affecter la viabilité économique et financière de ces mêmes sociétés, les droits de leurs parties prenantes et de leurs tiers et de manière générale, les dynamiques de croissance de leur environnement économique. Eu égard à ces implications systémiques, il est urgent de formuler une réponse appropriée à ce problème. Sans prétendre résoudre l'ensemble des problématiques suscitées par une configuration complexe, les réflexions précédentes

établissent d'emblée que les termes d'un traitement efficace du surendettement devront pourvoir à une double maîtrise. Il conviendra, d'une part, d'agir sur l'environnement macroéconomique afin de réduire le risque que des acteurs financiers se retrouvent dans une situation d'aléa moral. Il s'agira, d'autre part – afin de prévenir la dilution des créanciers et de permettre un traitement des difficultés de l'entreprise respectueux des droits de l'ensemble des parties prenantes – de mettre en place les mécanismes susceptibles de réduire les coûts d'agence entre créanciers et actionnaires. Concernant ce dernier point, une rapide revue des mécanismes de protection pratiqués montre que les stratégies typiquement déployées par les créanciers incluent – outre la variation des paramètres financiers : la conclusion de contrats entre créanciers et actionnaires, la participation des créanciers à la gouvernance de la société débitrice, voire l'octroi aux dirigeants de rémunérations (différées ou non) afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des autres créanciers sociaux.

**47.-** Précisons, s'il est besoin, que les règles du droit français en matière d'assistance financière et fiscale interdisent que la dette d'acquisition soit logée au niveau de la société acquise, et donc prohibent la fusion « rapide » entre la *holding* et la cible<sup>95</sup>. Cette dette, bien que formellement contractée par la *holding*, n'en pèse pas moins sur la société cible de sorte que la protection structurelle de la société cible par rapport au devenir de la dette de la *holding* s'avère simplement apparente. En effet, ce sont bien les dividendes issus de l'activité de la société cible et versés à la *holding*, qui permettent d'assurer le service de la dette. Ce financement détourné devient direct lorsque la dette est transférée à la société opérationnelle par le mécanisme du *debt push down*<sup>96</sup>. D'autres facteurs contribuent à lier le sort de la *holding* à celui des sociétés opérationnelles. Les dirigeants de la *holding* et de la cible sont généralement communs au groupe ; ils sont intéressés à la réussite de l'opération. Dès lors, les difficultés financières de la *holding* affectent nécessairement les dirigeants de la cible (absorbés par le traitement de la situation de la *holding*, ils se détournent de leur rôle fonctionnel au sein de la cible ; leurs *management packages* sont mis à mal). Les difficultés financières de la *holding* bouleversent également le fonctionnement de la cible (le soutien de la *holding*, requis dans certaines industries et déjà obtenu, est fragilisé et devient exclu à court/moyen terme ; les opérations bancaires de la cible (*hedging* de taux d'intérêt, emprunt...) sont également empêchées<sup>97</sup>). L'opération de LBO est une opération globale qui associe des équipes financières et juridiques aux dirigeants d'un groupe, en vue de son acquisition. Prétendre distinguer et isoler le sort des sociétés opérationnelles de celui du véhicule d'acquisition

95 Article L. 225-216 du Code de commerce ; cependant de nombreux auteurs adoptent une interprétation stricte des prescriptions de l'article et considèrent qu'un LBO dénoué par une fusion n'entre pas dans son champ d'application : Sorensen Anket, « la fusion rapide en question », Bulletin Joly Société n°3, 1 mars 2002.

96 Technique d'ingénierie juridique et fiscale qui consiste à rembourser la dette d'acquisition d'une holding au moyen de distributions (dividendes, réserves, réduction de capital) en provenance des filiales opérationnelles, qui ont elles-même recours à l'endettement pour financer ces distributions.

97 Il est en effet courant que les banques de détail retirent leurs concours aux sociétés opérationnelles lorsqu'elles apprennent que la société holding est en situation de surendettement, et ce, même si les sociétés opérationnelles continuent à être profitables, contribuant ainsi à un phénomène de prophéties autoréalisatrices. Dans certaines situations, la situation de la cible aurait pu effectivement demeurer relativement protégée des risques pesant sur la *holding* si la fébrilité des prêteurs financiers n'avait pas étendu et amplifié le halo d'incertitude entourant la *holding* à l'ensemble du groupe.

revient à nier le caractère total de l'opération de LBO, et écarter l'existence d'une problématique du surendettement des sociétés cibles de LBO au prétexte que formellement la restructuration de dette interviendrait au niveau de la *holding*, relève du vœu pieux. En conséquence, les développements suivants feront référence au surendettement des entreprises sous LBO sans autre distinction.

**48.-** Il s'agira de montrer que, compte tenu (i) des difficultés à considérer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des tiers dont les créanciers et (ii) des effets induits des mécanismes de responsabilité pesant sur les dirigeants de droit, comme des actionnaires de contrôle, il y a lieu de privilégier les protections contractuelles mises en place par les créanciers eux-mêmes et d'assurer leur plein effet devant les tribunaux. Si ce primat contractualiste bouleverse les perspectives traditionnelles du droit des entreprises en difficulté, il ne disqualifie pas toute intervention étatique mais œuvre résolument en faveur de sa rationalisation, au prisme des enseignements de la théorie économique.

### III. Le traitement du surendettement dans les opérations de LBO au prisme de l'analyse économique du droit

**49.-** Les analyses empiriques précédentes montrent qu'un traitement global du surendettement des sociétés sous LBO doit associer deux leviers. Il s'agit en premier lieu et, de manière pressante dans le contexte actuel, de remédier au mieux aux difficultés de ces entreprises surendettées. En cas d'insuffisance des arrangements contractuels de la documentation de financement<sup>98</sup>, la gestion *a posteriori* du surendettement échoit au droit des entreprises en difficulté. Il importe de vérifier que celui-ci offre une procédure rationalisée permettant la viabilisation de l'entreprise ou sa liquidation, dans le respect des droits des parties prenantes et selon une logique d'efficacité économique. En parallèle, il importe de privilégier une action de long terme en améliorant le cadre juridique destiné à prévenir la survenance des situations de surendettement, principalement par le perfectionnement des mécanismes de régulation des situations d'aléa moral et de contrôle de la relation d'agence entre actionnaires et créanciers. Si l'intervention étatique apparaît légitime dans la mise en œuvre de ce traitement dual, ses instruments doivent être adaptés au problème à traiter ainsi qu'au contexte économique et financier dans lequel elle prétend s'inscrire.

**50.-** L'analyse économique du droit formule d'utiles recommandations concernant les modalités de l'intervention des pouvoirs publics (1.). À la lumière de ces enseignements, certains aspects du droit français des entreprises en difficulté apparaissent inefficients et devraient être reformés. De même, les dispositifs juridiques concourant à la régulation des comportements des acteurs des opérations LBO apparaissent globalement insatisfaisants et devraient être réformés (2.).

#### 1. L'intervention étatique selon l'analyse économique du droit

**51.-** L'analyse économique du droit met en évidence la supériorité des mécanismes contractuels (1.1.). Elle légitime

l'action étatique dédiée à leur soutien, mais la subordonne à un test de coût relatif (1.2.).

#### 1.1. La prééminence des mécanismes contractuels

**52.-** La naissance du courant de l'analyse économique du droit est ancienne<sup>99</sup>. Dès les années 1960, Ronald Coase remet en cause l'analyse pigouvienne alors établie. Arthur Pigou a formalisé le concept d'externalité<sup>100</sup>. Cette notion désigne les coûts ou avantages induits par l'action d'un agent économique et procurés à un tiers mais qui ne sont pas pris en compte par le marché et ne font pas l'objet d'une contrepartie. Dans l'approche pigouvienne, il incombe naturellement à l'État de neutraliser ces défaillances de marché en les internalisant, c'est-à-dire en contraignant les acteurs à prendre en compte l'existence des externalités dans leurs calculs économiques par l'édiction d'une réglementation ou la taxation.

**53.-** Ronald Coase montre que la seule intervention étatique efficace en vue de l'internalisation des externalités consiste à favoriser la négociation directe entre les parties. Ronald Coase montre qu'une réglementation ayant pour objet d'aménager des régimes de responsabilité permettrait, certes, la prise en compte des externalités, aurait cependant pour effet de réduire la richesse des acteurs économiques. Seule la négociation directe entre les parties permettrait, selon Ronald Coase, la correction des externalités ainsi que l'allocation optimale des ressources, situation dans laquelle la position d'un acteur économique ne peut être améliorée sans détériorer celle d'un autre. La supériorité de la voie contractuelle présuppose que les droits de propriété des parties soient clairement définis. À défaut, il revient à l'État de les allouer. Dès lors que les droits de propriété sont clairement établis, l'intervention étatique doit organiser un cadre de négociation au sein duquel les parties confrontent directement leurs intérêts – le droit d'agir de l'une et le droit à compensation de l'effet externe négatif de l'autre – en vue de la conclusion d'une transaction.

**54.-** Cependant, l'efficacité de la mécanique contractuelle est susceptible de s'enrayer dès lors que surgissent des coûts dits de « transaction ». Le concept de coût de transaction a été introduit par Ronald Coase<sup>101</sup> et désigne l'ensemble des coûts liés à la coordination entre les agents (collecte de l'information, négociation des contrats, etc.). Ronald Coase montre que de tels coûts sont susceptibles d'obstruer la conclusion d'un accord.

**55.-** En résumé, le théorème de Coase nous enseigne, que sous réserve que les droits de propriété soient clairement définis (la première condition), et en l'absence de coûts de transaction (la seconde condition), les parties vont se comporter de manière à maximiser l'usage des moyens de production. Si les droits de propriété peuvent être aisément définis dans un pays disposant d'un marché efficient et d'institutions politiques et judiciaires développées, il apparaît en revanche impossible de neutraliser tous les coûts de transaction. Ces derniers persistent en raison de phénomènes, tels que l'asy-

<sup>99</sup> Les développements suivants sont une brève synthèse de l'opposition qui a pu naître dans le monde académique, entre l'approche pigouvienne et l'approche coasienne de la réglementation.

<sup>100</sup> A. Pigou « *The Economics of Welfare* », Macmillan, 1920.

<sup>101</sup> R. H. Coase, « *The Firm, the Market, and the Law* », University of Chicago Press, 1990.

<sup>98</sup> G. Chavanet, « *La restructuration de dette des LBO* », Option Finance n° 1227, 24 juin 2013, p. 36-37.

métrie informationnelle<sup>102</sup> ou l'aléa moral (situation conduisant à la modification du comportement d'un individu qui, sachant qu'il ne subira pas les conséquences de ses actes, est tenté d'agir dans son propre intérêt au détriment de celui des différentes parties prenantes) qui expliquent que les parties à la négociation soient susceptibles de ne pas adopter l'attitude que l'on attendrait d'elles<sup>103</sup>.

## 1.2. Le soutien efficient de l'acteur étatique

**56.-** Contrairement aux tenants de l'école d'Arthur Pigou<sup>104</sup>, ceux de l'école de Ronald Coase considèrent que la réglementation est justifiée, non pas du seul fait de l'existence d'externalités négatives, mais parce qu'il existe des obstacles à la libre négociation entre les parties en vue de l'internalisation de ces effets externes. L'intervention étatique n'est cependant justifiée que si elle est moins coûteuse que toute autre solution, dont la non-intervention<sup>105</sup>.

**57.-** À la lumière des travaux de Ronald Coase, une procédure collective est efficace *ex ante* si elle permet aux entreprises d'obtenir des financements pour leurs projets utiles à la société et efficace *ex post* si elle permet de maximiser la valeur des actifs de la société en difficulté. Se préoccuper de l'efficacité *ex post* revient à se préoccuper de la taille du « gâteau » et donc de la valeur d'entreprise de la société débitrice. Se préoccuper de l'efficacité *ex ante* revient à se préoccuper de sa répartition entre les différentes parties prenantes (créanciers, salariés et actionnaires). En résumé, une procédure collective efficace à la fois *ex ante* et *ex post* pour les entreprises de taille significative devrait permettre aux parties, lorsque la société est viable, de s'accorder sur une restructuration de sa dette basée sur le montant de son passif et sa valeur d'entreprise adéquatement déterminée en fonction d'une actualisation de ses flux futurs de trésorerie estimés sur une base raisonnable. 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 insolvable au profit des créanciers dits « pivots », les plus exposés aux conséquences (positives comme négatives) d'un changement de situation de la société et de la valeur des actifs de l'entreprise<sup>106</sup>. La procédure collective a alors, non seulement des

vertus substantielles (la maximisation de la valeur des actifs de la société, la préservation de l'ordre des priorités et la réduction des coûts de détresse financière que subit la société), mais aussi processuelles (efficacité décisionnelle).

**58.-** L'analyse économique du droit constitue un cadre d'analyse pertinent du surendettement des sociétés faisant l'objet de LBO. Cette situation est source d'externalités négatives pour leurs créanciers : leur dilution croît avec l'augmentation de l'endettement de la société et la prolongation de la période de détresse financière et leur risque d'un non-paiement augmente avec l'augmentation de la probabilité de défaut du débiteur. Ce risque demeure latent tant que la société n'a pas fait défaut<sup>107</sup> mais occasionne un préjudice aux tiers, défini comme une perte de chance d'être remboursé. Les parties (dirigeants, actionnaires, créanciers financiers) cherchent naturellement à internaliser, grâce au contrat, les coûts liés à un éventuel non-remboursement de sa dette par la société. Ainsi la documentation de crédit comprend généralement des clauses de protection comportant des obligations de faire et de ne pas faire à la charge de l'emprunteur, sanctionnées en cas de manquement par l'exigibilité anticipée de la dette. Ces clauses de protection sont souvent accompagnées de clauses de rendez-vous forcé en cas de survenance d'un certain nombre d'événements en rapport avec la situation financière de la société : les « *covenants financiers* ». Ces dernières ont pour but de contraindre le dirigeant de la société à négocier quand l'évolution de la situation financière de la société justifie une révision du niveau de protection dont les créanciers bénéficient. Elles peuvent également permettre une restructuration du bilan bien en amont d'un défaut afin de prévenir la transformation des difficultés financières en difficultés économiques. Bien que les parties aient un intérêt commun à s'accorder rapidement, la pratique montre que ces négociations s'enlisent et que ces prolongations emportent des destructions de richesse ainsi que de nombreux coûts. L'apport de la matrice coasienne est de montrer que si la mécanique contractuelle suffit à internaliser l'externalité négative du surendettement, elle s'enraye en raison, notamment, de coûts de transaction puisqu'un accord unanime des parties est nécessaire afin de permettre la restructuration du bilan et, en particulier, la conversion d'une partie de la dette en actions. Selon l'approche coasienne, une intervention étatique optimale doit avoir pour objet d'encourager les négociations contractuelles directes en facilitant le transfert du contrôle de l'entreprise à ceux qui maximisent la valeur d'usage du bien de production et en tentant de réduire les coûts de transaction, à défaut de pouvoir les résorber intégralement.

## 2. La nécessaire réforme du droit français applicable au traitement du surendettement

**59.-** L'approche contractualiste résultant des travaux de l'analyse économique du droit remet en cause l'optique traditionnelle du droit français des entreprises en difficulté, fondamentalement défiante à l'égard des initiatives des parties à la procédure collective et de surcroît ancrée dans une concep-

leurs décisions sur la valeur de la société, peuvent être tentées de privilégier leur propre intérêt au détriment de la maximisation de la valeur de la société.

**107** Ce risque peut également survenir lorsque la dette de l'entreprise est restructurée avant la cessation des paiements, que ce soit à l'issue d'une procédure de négociation amiable ou dans le cadre d'un plan de sauvegarde.

102 Akerlof, Stiglitz, Spence 2001.

103 Pour un résumé et une explication des coûts de transaction existant dans le cadre de restructurations de dette voir L. Senbet et T. Wang, « *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Survey* », juillet 2012, pp. 14-20, disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

104 V. à cet égard L. Zingales « *The Costs and Benefits of Financial Market Regulation* » (2004), *ibid.*

105 Une réglementation est alors efficace si elle permet aux parties de tendre vers une situation optimale. On parle d'efficacité de Pareto. Comme l'introduction de la réglementation quelle qu'elle soit emporte toujours des conséquences négatives sur les tiers, lorsqu'il s'agit d'évaluer la pertinence d'une telle introduction, on vérifie si elle est efficace au sens de Kaldor Hicks, c'est-à-dire si elle occasionne davantage de bénéfices que de coûts.

106 Ces créanciers sont ceux qui n'ont pas perdu tout espoir d'être au moins partiellement remboursés compte tenu de la valeur d'entreprise et du niveau de la dette. Les créanciers situés à un rang de priorité supérieur dans l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes ne seraient pas affectés par le plan de restructuration. Ils recevraient dans le cadre de la restructuration des titres de dette d'une valeur économique similaire à celle qu'ils détenaient antérieurement à la procédure collective, avant que la société ne fasse de défaut. Les créanciers situés à un rang de priorité inférieur, dont les actionnaires, ne recevraient rien. Les créanciers pivots ne se trouvent pas en situation d'aléa moral contrairement à d'autres parties prenantes qui ne risquant pas de subir les conséquences de

tion institutionnelle de l'entreprise<sup>108</sup>. Schématiquement, le droit des entreprises en difficulté traduit la faible confiance des pouvoirs publics dans la capacité des parties prenantes à la procédure collective à aboutir à un accord optimal, et notamment respectueux des intérêts des salariés. D'autre part, le droit français demeure principalement inspiré par une vision entrepreneuriale de la société et peine dès lors à dissocier le sort des actionnaires de celui de l'entreprise, ce qui conduit spontanément à avantager ces derniers vis-à-vis de leurs créanciers, comme le montrent de nombreuses affaires similaires à la restructuration de la société Belvédère<sup>109</sup>. Conformément aux observations des praticiens et aux recommandations de la théorie économique, un traitement efficace du surendettement nécessite la refonte de certains pans du droit des entreprises en difficulté, que les développements suivants s'attacheront à détailler (2.1.).

**60.-** La prééminence des mécanismes contractuels préconisée par la théorie économique ne peut surgir *ex nihilo* lorsque le défaut est déjà avéré et s'imposer artificiellement au tribunal saisi. Cette confiance dans la capacité des parties à assurer leur propre protection doit imprégner, en amont du recours au droit des entreprises en difficulté, les dispositifs légaux qui régissent de fait les opérations de LBO avant la survenance d'un défaut. Il s'agit, à la lumière des relations d'agence décrites précédemment et, précisément du déséquilibre notable de la relation actionnaires-créanciers dans notre système juridique, d'appréhender et moderniser les règles du droit applicables aux opérations de LBO dans le cadre d'une réflexion globale et transversale destinée à pallier les déséquilibres précédemment identifiés (aléa moral, dilution des droits des créanciers). Nous avons montré que lorsque les actionnaires détiennent le contrôle de l'entreprise, qu'il s'agisse d'un actionnaire contrôlant, d'un bloc d'actionnaires ou encore de dirigeants dont les incitations (grâce aux modalités de rémunération) sont similaires à celles d'un actionnaire, la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants est moins préoccupante. Néanmoins, le contrôle de l'entreprise par les actionnaires a pour principal inconvénient d'augmenter le risque d'externalisation des risques sur les créanciers. C'est pourquoi le droit des sociétés des juridictions qui, comme en Europe continentale, donnent beaucoup de pouvoir aux actionnaires ou dans lesquelles la concentration du pouvoir est importante, s'est traditionnellement davantage soucié de la protection des créanciers. La théorie économique, en soulignant la supériorité de la solution contractuelle et en subordonnant l'intervention étatique à un avantage comparatif, offre une réponse pertinente au besoin de protection des créanciers que le contexte actuel rend d'autant plus aigu (2.2.).

## 2.1. Les lacunes du droit français des entreprises en difficulté

**61.-** Au prisme du théorème de Coase, la législation française du traitement des entreprises en difficulté s'avère inefficace

108 « *Stated Capital Rules in French Securities Offerings* », Omer Tene, Tel Aviv University, New York University. L'auteur développe la divergence conceptuelle entre le système juridique américain fondé sur une protection principalement contractuelle des créanciers et les systèmes juridiques européens, dont le système français, qui privilégie des dispositions légales strictes en matière de capital social minimum et distribution de dividendes aux actionnaires.

109 Pour de plus amples développements, S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », RTDF n° 3, 2013.

car elle ne facilite pas la négociation entre les parties, elle ne conduit ni à une maximisation de la valeur d'usage des actifs ni à la conclusion d'accords optimaux.

**62.-** Les droits de propriété<sup>110</sup> des créanciers sont étroitement liés à leurs rangs respectifs dans l'ordre des paiements. Dès lors que le passif du débiteur est supérieur à son actif (la valeur de ce dernier étant déterminé par le marché ou en fonction des perspectives de trésorerie futures si la valeur d'entreprise est supérieure au profit offert par un tiers), les créanciers excipant d'un droit de priorité par rapport aux créanciers chirographaires ont de plus fortes chances d'être désintéressés, partiellement ou totalement. Les contrats de subordination conclus entre créanciers et débiteur lors de l'octroi du financement ont précisément pour objet de régir l'ordre des paiements à intervenir en cas de défaillance du débiteur. Or, la réorganisation des droits des créanciers dans le cadre de la restructuration judiciaire du bilan d'une société soumise à une procédure collective française peut conduire à des violations de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes initialement convenu<sup>111</sup>. La procédure collective en droit français ne reconnaît en effet que partiellement les conventions de subordination. Ces dernières ne sont pas opposables au débiteur et aux organes de la procédure puisque la loi attribue aux créanciers subordonnés un droit de vote, lors de l'approbation du plan, similaire à celui des créanciers bénéficiaires de l'accord de subordination<sup>112</sup>.

**63.-** Cet ordre contractuel peut également être mis à mal par les éventuels décaissements réalisés au profit des actionnaires par la société, auxquels les dispositifs légaux en vue de la réintégration des sommes soustraites aux créanciers (nullités de la période suspecte et action paulienne) ne remédient pas

110 Les créanciers ont également un droit de propriété. Considérer que seuls les actionnaires disposent d'un tel droit sous prétexte qu'ils sont propriétaires d'une partie du capital de la société, est réducteur. La Cour Européenne des Droits de l'Homme a ainsi reconnu la qualité de biens aux titres de créance et créances ordinaires suffisamment établis pour être exigibles. Elle considère dès lors que les droits des créanciers méritent protection, comme tout autre droit propriété, en vertu de la Convention Européenne de sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés Fondamentales (Affaire Raffineries grecques Stran et Stratis Andreadis c/Grèce, A301-B, numéro de requête 13427/87, 9 décembre 1994).

111 V. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », *op. cit.*

112 L'article L. 626-29 du Code de commerce prévoit que dès que certains seuils alternatifs sont dépassés, l'institution de comités de créanciers est obligatoire. 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. Le fait que les créanciers soient ainsi répartis dans des comités et, pour ce qui est des obligataires, au sein de l'assemblée unique des obligataires, sans qu'il soit tenu compte de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes, est un obstacle à l'application des conventions de subordination. 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'approbation du plan par les créanciers, le droit français continuera à permettre la violation des accords de subordination. V. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », *op. cit.*

efficacement. L'action en nullité des périodes suspectes<sup>113</sup> est de faible utilité pour les créanciers car ouverte à un stade très avancé des difficultés que peut connaître une société, et ce, même si le juge a la possibilité de faire remonter la date de cessation des paiements à 18 mois avant la date du jugement d'ouverture de la procédure collective. Il serait plus protecteur de faire remonter le début de la période suspecte à la survenance d'un état d'insolvabilité de la société, c'est-à-dire lorsqu'il ne fait pas de doute que la société ne sera pas en mesure de s'acquitter de sa dette compte tenu de ses prévisions de trésorerie future (même si l'interprétation reste éminemment subjective, cette question restant toujours sujet à débats). Une modification du champ d'application du régime des actions en nullité de la période suspecte permettrait plus aisément de remettre en cause certaines opérations dite de « *leverage recapitalisation* », ayant pour effet de précipiter les sociétés sous LBO en défaut. Ces opérations permettent en effet aux fonds LBO d'obtenir un retour sur investissement (souvent sous la forme d'un remboursement de prêt d'actionnaire) avant même leur sortie au capital de la société cible et le paiement des créanciers, pourtant situés à un rang de priorité plus élevé<sup>114</sup>.

**64.-** L'action paulienne, prévue par le code civil<sup>115</sup>, est un recours en théorie envisageable afin de pallier les défauts de

113 L'action en nullité de la période suspecte a pour objectif de réintégrer dans le patrimoine du débiteur des actifs sortis par l'effet de la réalisation d'opérations jugées contraires à l'intérêt de la société et de ses créanciers en général, ou contraires à l'intérêt de certains créanciers en particulier. Les nullités de la période suspecte ne visent que des actes en particulier, listés aux articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce. L'action n'est ouverte qu'à partir de la date de cessation des paiements de la société, stade déjà très avancé des difficultés de la société (proche de la crise de liquidité). Un grand nombre d'opérations échappent aux sanctions de l'action en nullité de la période suspecte alors qu'elles conduisent à des transferts de richesse indus (depuis les créanciers vers les actionnaires) en amont de la cessation des paiements. Dans les opérations de LBO, ce type de transfert de richesse est d'autant plus aisé que le financement est, comme évoqué précédemment, souvent structuré sous forme de prêt *in fine*. En conséquence, la restriction des actions en nullité de la période suspecte, même si elle relève d'une volonté louable du législateur d'assurer la sécurité juridique des contractants et d'éviter la mise en cause rétroactive d'un trop grand nombre d'opérations, rend néanmoins cette action peu efficace pour protéger les créanciers des sociétés sous LBO. V. S. Vermeille, A. Debaudre, « *LBO et traitement des conséquences de l'excès d'endettement* », Banque & Stratégie, n°309, 11 décembre 2012.

114 Comme aux États-Unis, les fonds LBO en France ont couramment réalisé, au cours des dernières années, ce type d'opérations dans le cadre de *leveraged recapitalisations*. Les fonds LBO procèdent à un refinancement de la dette bancaire sur les marchés financiers obligataires *high yield* ou font contracter à la société opérationnelle de nouveaux financements. L'argent versé est utilisé afin de rembourser ou de restructurer la dette existante. La différence entre le montant de l'emprunt et le montant de la dette est utilisée soit pour rembourser un prêt directement contracté par le fonds LBO, soit pour effectuer une distribution de dividendes ou une réduction de capital à son profit. Ce type d'opérations survient, en principe, lorsqu'au moins une des trois conditions suivantes est remplie : 1°) une partie de la dette a déjà été remboursée, 2°) les flux de résultat opérationnel de la société sous contrôle s'améliorent ou 3°) les conditions de marchés se sont entretremes améliorées, de sorte que les établissements de crédit sont prêts à prêter plus d'argent, même si la situation au plan opérationnel de la société cible n'a pas changé. Le simple fait de pouvoir faire émettre le nouveau financement, non pas par le véhicule d'acquisition, mais par les sociétés opérationnelles, opération dite de *debt push down*, doit, en principe, améliorer les conditions du nouveau financement. Les créanciers de la dette d'acquisition ne se trouvent en effet plus subordonnés par rapport aux créanciers initiaux des sociétés opérationnelles. V. F. Cohen, L. Tari « *Les problématiques juridiques des opérations de « leveraged recapitalization »* » RTDF 2006, n° 2, p. 75.

115 L'article 1167, alinéa 1<sup>er</sup> du Code civil dispose que les créanciers peuvent, « *en leur nom personnel, attaquer les actes faits par leur débiteur en fraude de leurs droits* ».

l'action en nullité des périodes suspectes. Au regard des problèmes posés par le critère de cessation des paiements et du droit des procédures collectives en général, l'indépendance de l'action paulienne par rapport aux actions propres aux procédures collectives rend cette voie intéressante pour les créanciers en cas d'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du débiteur<sup>116</sup>. L'action paulienne est en réalité peu utilisée en pratique. La jurisprudence reste peu développée en la matière : l'incertitude et la complexité pesant sur les conditions de mise en œuvre du recours peuvent décourager les créanciers, jusque-là peu enclins à engager les sommes nécessaires à faire valoir leurs droits (surtout lorsqu'il s'agit d'établissements bancaires soucieux en même temps de leur réputation)<sup>117</sup>. De plus, dans certaines situations, en particulier lorsque la société connaît de nombreux problèmes opérationnels, les créanciers ne pourront guère espérer, par ce recours, améliorer leur sort. Le nombre élevé de privilèges légaux (privilège des salariés, du Trésor) primant les créanciers pourrait neutraliser le bénéfice que pourraient tirer les créanciers d'une telle action<sup>118</sup>.

**65.-** Cette insuffisante sanctuarisation du patrimoine du débiteur est d'autant plus dommageable pour le droit de propriété des créanciers que le droit français des entreprises en difficulté recherche certes la préservation de l'activité, mais ne permet pas la maximisation de la valeur des actifs de l'entreprise, autrement dit ne vise pas à éviter les destructions de richesse provoquées par la négociation des parties portant sur la restructuration de la dette.

**66.-** Le droit français des procédures collectives ne diminue pas les coûts de transaction, car il n'encourage pas les parties à parvenir à une solution négociée. Les règles applicables durant la procédure collective façonnent les comportements en amont de son ouverture car les parties négocient tout en

116 Voir en ce sens, « *La fraude paulienne à l'épreuve des procédures collectives* », *Droit & Patrimoine*, 2011, n° 201. La possibilité, reconnue par la Cour de cassation, pour un créancier d'agir sur le fondement de l'action paulienne alors qu'une action en nullité de la procédure suspecte a été introduite va dans ce sens (Cass. com., 8 oct. 1996 : LPA 20 déc. 1996, n°153, p. 28 et D. 1997, jurispr. p. 87, obs. F. Derrida ; JCP G 1997, I, 4004, n°10, obs. P. Pétel ; JCP E 1997, I, 623, n°10, obs. Ph. Pétel ; JCP G 1997, I, 4002, n° 11 à 13, obs. Ch. Jamin ; Bull. civ. 1996, IV, n°227 ; JCP E 1997, II, 914, obs. Y. Guyon).

117 Statuant sur renvoi après cassation, la cour d'appel de Paris confirme que le créancier, exerçant l'action paulienne à l'encontre d'un acte à titre onéreux, doit rapporter la preuve de la complexité du tiers dans la fraude. En l'espèce, l'existence de liens familiaux entre la débitrice et le cessionnaire des parts sociales et du compte courant d'associé de celle-ci ne suffit pas à établir une telle preuve (CA Paris, P. 5 ch. 9, 3 oct. 2013, n°12/13056, Sté Mirom Ltd).

118 Certes, l'action paulienne permet en effet aux créanciers de remettre en cause des actes qui n'auraient pu faire l'objet d'une action en nullité de la période suspecte. Le critère d'insolvabilité retenu dans le cadre de l'action paulienne, et même de l'apparence d'insolvabilité, permet au créancier de remettre en cause des actes antérieurs à la date de cessation des paiements, et donc du début de la période suspecte. L'action paulienne doit cependant répondre à un nombre important de conditions ce qui peut la rendre parfois difficile à mettre en place. L'acte en question doit être déséquilibré, entraîner un appauvrissement du patrimoine du débiteur et rendre insolvable le débiteur ou aggraver son insolvabilité. L'exercice du recours à l'encontre d'actes à titre onéreux nécessite la preuve que l'acte contesté par les créanciers a été réalisé en fraude de leurs droits. Même si la jurisprudence n'exige plus la preuve de l'intention de nuire du débiteur, le créancier qui agit sur le fondement de la fraude, doit démontrer que le tiers est complice de la fraude du débiteur. Le créancier devra démontrer que le tiers avait conscience de s'engager dans une transaction rendant insolvable ou aggravant l'insolvabilité du débiteur, au détriment des autres créanciers. À l'inverse, la bonne ou mauvaise foi du tiers dans le cas d'un acte à titre gratuit est indifférente au succès de l'action paulienne, Cass. civ. 3<sup>e</sup>, 15 nov. 1977, Bull. Civ., III, n° 384.



étant informées des contraintes qui leur seraient imposées dans l'hypothèse où les négociations amiables devaient échouer et conduire à l'ouverture d'une procédure collective. Plus la procédure collective est efficace, au sens qu'il lui est donné précédemment, plus forte est la pression que les créanciers sont en mesure d'exercer sur les dirigeants et les actionnaires de la société, afin de mettre fin à la situation de surendettement, en amont de la date initiale de paiement de la dette. L'étude précitée<sup>119</sup> réalisée sur la base de données américaines<sup>120</sup> a mis en évidence que les sociétés américaines sous LBO se restructurent davantage que les autres en raison d'un meilleur *monitoring* de la part des différents acteurs de nature à améliorer les chances de succès de la restructuration de sociétés surendettées, mais viables d'un point de vue économique. En comparant les défauts des sociétés détenues ou non par un fonds de *private equity*, on s'aperçoit de surcroît que les premières sont beaucoup plus rapides à résoudre leurs difficultés. La durée moyenne de résolution d'un défaut des sociétés sous LBO est inférieure de 4,9 mois à la durée de résolution d'un défaut pour les autres types de sociétés.

**67.-** En droit français, si l'ouverture d'une procédure collective déclenche l'arrêt des poursuites, elle ne conduit pas à figer une valeur d'entreprise sur la base de laquelle les pouvoirs de décision concernant le sort de la société seraient efficacement réaffectés en fonction du passif du débiteur et attribués aux créanciers pivots, qui sont les plus intéressés à la maximisation de la valeur de l'entreprise<sup>121</sup>. Ce faisant, la procédure collective en droit français donne prise à la multiplication des conflits entre créanciers et débiteur, mais également aux conflits entre créanciers : le non-respect des contrats de subordination et du rang de priorité que devrait conférer une sûreté réelle à son bénéficiaire vis-à-vis des autres créanciers ainsi que l'absence de détermination d'une valeur d'entreprise encouragent les différentes catégories d'investisseurs à se concurrencer afin de tenter d'améliorer leur propre sort et allongent d'autant plus la durée des négociations entre les parties en amont de la saisine éventuelle d'un tribunal et l'ouverture d'une procédure collective. 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 cette dernière et détruit de la valeur d'entreprise. Or, l'augmentation du volume d'endettement dans le cadre des opérations de LBO, en élevant les échéances financières imposées à la société sous LBO, laisse supposer que la valeur d'entreprise au moment de la survenance des difficultés financières de la société sous LBO est au moins aussi élevée que le montant de l'échéance impayée ou difficilement régularisée<sup>122</sup>. Précisément dans le cadre des opérations de LBO, l'importance de la valeur d'entreprise devrait inciter l'ensemble des parties à accélérer les négociations de restructuration de dette afin de tenter de la préserver.

**68.-** En l'absence ou en cas d'échec de négociations directes, dans l'intérêt des parties et de la collectivité, les mécanismes législatifs devraient faciliter la restructuration de dette pour préserver la valeur d'entreprise. Or, dans le cadre d'une pro-

cédure de sauvegarde, le transfert du contrôle de l'entreprise, la cession de l'ensemble des actifs de l'emprunteur à un tiers (voire aux créanciers) ou encore, la conversion de la dette en capital ne peuvent survenir sans le consentement des dirigeants et des actionnaires. La cession totale des actifs à un tiers, sans le consentement du dirigeant, est même une option complètement exclue de la procédure de sauvegarde. Les créanciers ne sont pas en mesure de présenter au tribunal un plan concurrent à celui du dirigeant tandis que le plan de sauvegarde peut être approuvé sans leur accord à l'issue de la période d'observation<sup>123</sup>. Dans l'hypothèse où les créanciers refuseraient d'approuver le plan proposé par le débiteur, le tribunal peut rééchelonner la dette sur dix ans au taux déterminé initialement, entraînant ainsi un transfert indu de richesse des créanciers aux actionnaires<sup>124</sup>.

**69.-** De fait, le taux d'échec des plans de sauvegarde et des redressements judiciaires est estimé à 60 % par la confédération des juges consulaires<sup>125</sup>, justifiant que les parties averties (en particulier les fonds d'investissement et les établissements bancaires) privilégient, par exemple, le recours à une procédure de conciliation. Or, les procédures amiables se déroulent à l'ombre des procédures collectives. L'efficacité des premières est donc étroitement liée à celle des secondes. En conclusion, l'inefficacité du droit français des procédures collectives conduit à augmenter les coûts de transaction des négociations de restructuration de dette alors qu'il devrait précisément les réduire.

**70.-** Comme évoqué précédemment<sup>126</sup>, l'amélioration de l'efficacité du droit des entreprises en difficulté et donc du traitement de la défaillance des LBO, passe par un meilleur respect de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes entre créanciers et actionnaires. Un meilleur respect de l'ordre entre investisseurs suppose de reconnaître que les conventions de subordination et les sûretés réelles sont opposables aux tiers et aux organes de la procédure. C'est à cette condition seulement, que la première des conditions du théorème de Coase – l'allocation claire des droits de propriété – pourra être remplie. Quant à la seconde condition, relative à l'absence de coûts de transaction, la procédure collective ne pourra les réduire que si le législateur reconnaît que la procédure collective doit avoir essentiellement trois fonctions : la cristallisation de la valeur d'entreprise permettant de dissiper les incertitudes sur l'avenir et donc d'anticiper

123 La réforme du droit des entreprises en difficulté en cours devrait néanmoins désormais permettre aux créanciers de présenter à l'avenir un plan. Cf. 84.- Toutefois, faute de faire de la détermination de la valeur d'entreprise l'élément central de la procédure collective, la réforme ne devrait pas fondamentalement modifier la dynamique actuelle des procédures collectives et, par extension, des négociations amiables réalisées dans l'ombre de celles-ci.

124 V. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », *op. cit.*

125 Chiffres de la Conférence générale des juges consulaires : V. Pérochon F., *À propos des chiffres de la sauvegarde...*, Droit et patrimoine, n°223, mars 2013, p. 46.

126 Not., S. Vermeille, « *Pourquoi une réforme du droit des entreprises en difficulté est-elle nécessaire ?* », Q&A, Droit et Croissance. Banque & Droit, n°HS-2013-2 p. 30 ; S. Vermeille, T. François, « *Le « feuilletton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?* », JCP éd. E, n° 40, 4 oct. 2012, 1582, p. 27 et s. ; V. S. Vermeille, R. Bourgueil, A. Bezert, « *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse* », *op. cit.* ; S. Vermeille, « *Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance* », RTDF n° 2-2012, pp. 28-64.

119 Cf. 4.-

120 P. Stromberg, E. Hotchkiss et D. Smith « *Private Equity and the Resolution of Financial Distress* » Working Paper (2011), disponible [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

121 Cf. 56.-

122 Michael C. Jensen, Edsel Bryant Ford, « *Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy* », *ibid.*

la restructuration du bilan des entreprises, la réduction des asymétries d'information entre parties prenantes et la réduction des coûts de coordination et de motivation entre créanciers en permettant l'adoption des plans à la majorité des créanciers qualifiés.

**71.-** Face aux effets induits par un droit inefficace, le législateur a décidé de réformer à nouveau le droit des entreprises en difficulté. Malheureusement, cette réforme ne reposant pas sur un socle intellectuel solide, en particulier sur les enseignements du théorème de Coase, il est à craindre qu'elle ne modifie pas significativement la dynamique de négociation des parties prenantes à une restructuration du bilan des sociétés sous LBO. Le traitement de faveur accordé aux actionnaires a en effet été largement maintenu en procédure de sauvegarde<sup>127</sup>.

## 2.2. Les insuffisances des dispositifs connexes de traitement du surendettement

**72.-** La crise a mis en lumière l'inefficacité des règles qui encadrent de fait les opérations de LBO. Au niveau macroéconomique, le rôle des fonds d'investissement dans la survenance du surendettement des sociétés sous LBO a rappelé la nécessité d'une législation efficace afin de réduire les asymétries d'information entre investisseurs et gestionnaires de fonds et éviter que ces derniers ne se trouvent en situation d'aléa moral. Cette mise à mal des intérêts des investisseurs est d'autant plus prégnante que la crise a également révélé les insuffisances des multiples mécanismes de protection des créanciers – mécanismes *a priori*, qui s'enclenchent avant même la survenance d'un défaut, dès qu'une soustraction d'actifs de la société sous LBO au profit d'actionnaires ou de dirigeants est envisagée, et mécanismes *a posteriori*, qui permettent dans le cadre d'un régime de responsabilité pour faute de sanctionner l'excès d'endettement. Comme rappelé précédemment, l'incapacité des dispositifs légaux à prévenir la dissipation des actifs sociaux préjudiciable aux créanciers sociaux et donc à équilibrer une relation d'agence entre créanciers et actionnaires, structurellement défavorable aux intérêts des premiers dans le cadre des opérations de LBO, entraîne de nombreux inconvénients. Cette situation conduit à un renchérissement du coût du crédit, une insécurité juridique faisant fuir les investisseurs potentiels et une coûteuse complication du traitement des difficultés de l'entreprise. Ce constat appelle une réforme urgente.

**73.-** Les règlements des fonds d'investissement prévoient traditionnellement des garde-fous ayant pour objectif d'assurer l'alignement des intérêts des gestionnaires avec les investisseurs et, ce faisant, de limiter les comportements d'aléa moral<sup>128</sup>. Il est ainsi prévu (i) l'obligation pour les gestion-

naires d'investir au côté des investisseurs dans le fonds un montant pouvant représenter de 1 à 5 % du montant total des souscriptions dans le fonds et (ii) le droit, en contrepartie, de percevoir un certain pourcentage des résultats du fonds (le *carry*), généralement de l'ordre de 20 % (au-dessus, fiscalement, le profit est taxé non pas comme des plus-values mais un salaire), dès lors que les investisseurs ont été remboursés intégralement de leur investissement augmenté d'un retour sur investissement, lui-même généralement calculé sur la différence entre les flux versés par les investisseurs dans le fonds et les flux reçus du fonds. La crise a démontré l'insuffisance de ces mécanismes et conduit le régulateur et les investisseurs financiers à mettre en place d'autres instruments pour renforcer leur contrôle des activités des gestionnaires de fonds.

**74.-** La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs matérialise la volonté du régulateur de renforcer son suivi des activités des gestionnaires de fonds d'investissement<sup>129</sup>. Elle organise un cadre réglementaire et une surveillance harmonisée pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en soumettant à agrément l'exercice des fonctions de gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs. La directive contient des exigences relatives aux conditions de rémunération, prévoyant en substance que les politiques de rémunération pratiquées par les gestionnaires ne doivent pas encourager de prises de risques excessives. Elle renforce également les exigences en matière de transparence, imposant aux gestionnaires de fonds d'élaborer un rapport financier sur leurs activités et de mettre à disposition des investisseurs, entre autres, les informations relatives à la stratégie et aux objectifs d'investissement du fonds d'investissement alternatifs ; aux principales conséquences juridiques de l'engagement contractuel ainsi que le profil de risque du fonds. L'avenir dira si cet encadrement des fonds d'investissement et de leurs sociétés de gestion est suffisant. En tout état de cause, l'approche européenne est intéressante et certainement salutaire sur le principe même s'il est nécessaire d'être vigilant sur les conditions de la mise en pratique.

**75.-** Les investisseurs ont également entendu modifier les mécanismes contractuels de contrôle des agissements des gestionnaires de fonds. La pratique montre que les investisseurs ont négocié à la baisse l'ensemble des leviers de compensation : les frais de gestion ont été revus au terme de « *scale down compensation arrangement* » afin de décroître à mesure de la durée de vie du fonds ; la fixation d'un seuil de TRI minimum (*hurdle rate*) avant distribution de profits (sous la forme d'un *carried interest*) au gestionnaire de fonds a été généralisée. Les structures de l'investissement ont également été revues afin de donner aux investisseurs une meilleure traçabilité de leurs fonds : investissement en comptes séparés *management & accounts* – modalité qui rencontre un succès croissant – investissement direct ou investissement dans des structures alternatives « *pledge funds* » – qui permettent aux investisseurs de choisir les investissements qu'ils souhaitent réaliser. Enfin, les investisseurs attendent des gestionnaires de fonds un partage accru du risque (« *skin in the*

127 Cf. 84.- S. Vermeille, « Une nouvelle réforme du droit des entreprises en difficulté – Le droit français fera-t-il sa révolution ? » LJA n°1144 disponible sur le site de Droit & Croissance (www.droitetroissance.fr). Voir également § 86.-

128 J. McCahery, E. Vermeulen, « *Recasting Private Equity Funds after the Financial Crisis : The End of 'Two and Twenty' and the Emergence of Co-Investment and Separate Account Arrangements* » ECGI - Law Working Paper No. 231/2013. Les auteurs montrent que la crise financière intervenue en 2007-2008 a accru la vigilance des apporteurs de capitaux aux fonds d'investissement envers la gestion des fonds d'investissement. Afin de renforcer leur emprise sur les agissements des fonds d'investissement et s'assurer de l'alignement de leurs intérêts, les investisseurs ont souhaité renégocier les dispositifs contractuels au cœur de la relation d'agence (*carry* et frais de fonctionnement). L'étude montre que cette recherche du contrôle culmine dans le développement de nouvelles moda-

lités d'investissement (investissement direct des apporteurs de capitaux dans les cibles, investissement du fonds subordonné à l'acceptation préalable de l'apporteur de capital, investissement(s) choisi(s) par l'apporteur de capital géré(s) au sein d'un compte dédié).

129 Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, transposée en droit français par l'ordonnance 2013-676 publiée au journal officiel du 27 juillet 2013.

game ») : la norme augmente ainsi de 1-3 % à 5-10 % des capitaux investis<sup>130</sup>.

**76.-** La protection des investisseurs dans le système juridique français s'articule selon deux logiques : la logique du contrôle – l'auteur de la dissipation d'actif est responsable de son fait – et la logique du bénéfice indu – le bénéficiaire de la dissipation d'actif est privé de l'actif qu'il n'aurait pas dû recevoir. Ces logiques inspirent deux types de mécanismes légaux, qui concourent typiquement à la protection des créanciers : la mise en jeu de la responsabilité des dirigeants, qui relève d'une logique de contrôle, d'une part, et d'autre part l'action paulienne et les nullités de la période suspecte<sup>131</sup>, qui participent de la seconde logique, et subsument les actes interdits au titre de la prohibition de l'assistance financière, de l'interdiction des fusions rapides, les distributions de dividendes et de rachat d'actions. Nous examinerons chacun de ces dispositifs et montrerons qu'ils ne permettent pas d'éviter les destructions de richesse, sont disproportionnés pour empêcher la dilution des créanciers et induisent des effets pervers. Généralement inadaptés aux évolutions de l'économie et des techniques de financement, ils sont d'ailleurs aisément contournés par les fonds LBO. Appréhendées séparément, ces règles présentent des insuffisances ; considérées globalement, elles sont source d'inefficience. Une action de long terme consisterait non seulement à revoir chacun de ces dispositifs mais également à rationaliser ce corpus dans le cadre d'une réflexion transversale du traitement du surendettement, adaptée aux réalités économiques et financières contemporaines.

**77.-** Les régimes de responsabilité pour faute constituent un dispositif central de la protection des créanciers, notamment en raison des lacunes des nullités de la période suspecte et de l'action paulienne. À cet égard, rappelons succinctement l'action en responsabilité susceptible d'être initiée à l'encontre du créancier sur le fondement du nouvel article L. 650-1 du code de commerce, issu de la réforme du 26 juillet 2005 et tel que retouché par l'ordonnance du 18 décembre 2008 : « *Lorsqu'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire est ouverte, les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis, sauf les cas de fraude, d'immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou si les garanties prises en contrepartie des concours sont disproportionnées à ceux-ci* ». Afin de favoriser les concours financiers aux entreprises en difficulté, la loi offre désormais aux créanciers une protection de principe pour leur contribution financière. Respectueuse de cette ambition législative, la Cour de cassation a jugé que les exceptions à ce principe constituaient des cas de déchéance et non de responsabilité automatique<sup>132</sup> qui ne dispensent donc pas de rapporter la preuve de la faute du créancier. Ce faisant, la Cour de cassation a entériné le resserrement des conditions d'engagement de la responsabilité des fournisseurs de crédit aux entreprises aux difficultés. Gageons dès lors que les condamnations de créanciers sur ce nouveau texte se tariront ; les récentes décisions de la Cour de cassa-

tion ayant admis leur responsabilité ont été rendues sous l'empire du droit antérieur<sup>133</sup>.

**78.-** Le régime de responsabilité pour faute du dirigeant reste le mécanisme essentiel de protection des créanciers, principalement, parce qu'il agit directement sur l'alignement actionnaire-dirigeant décrit précédemment. Le dirigeant de la société cible commet une faute et engage sa responsabilité lorsque son comportement contrevient à l'intérêt social tel que défini par la jurisprudence, et ce, avant ou après une procédure collective (dans le cadre par exemple d'une action en insuffisance d'actifs). Au regard de la jurisprudence existante<sup>134</sup>, la prise en compte de l'intérêt social est devenu le facteur de mise en jeu de la responsabilité du dirigeant afin de sanctionner un acte de gestion frauduleux (par exemple une manipulation comptable) et plus généralement toute décision qui placerait la société sous LBO dans une situation obérant ses capacités de développement, peu importe que la société soit placée formellement ou non en procédure collective<sup>135</sup>. En l'absence de définition législative, la jurisprudence tente de définir le concept d'intérêt social et, ce faisant, influence les conditions de mise en jeu de la responsabilité des dirigeants. Or la jurisprudence oscille<sup>136</sup> entre les différents intérêts particuliers que la notion d'intérêt social prétend subsumer : entre une conception extensive de l'intérêt social entendu comme l'intérêt de l'entreprise et de toutes ses parties prenantes<sup>137</sup> et une conception plus restreinte de la notion comme intérêt des actionnaires<sup>138</sup>. Rétif à une incarnation précise, l'intérêt social est par essence une « notion éclatée<sup>139</sup> », source d'incertitude juridique. Les récentes tentatives jurisprudentielles de rationalisation de cette notion, appréciée au travers de l'existence d'une contrepartie à la décision sociale attaquée<sup>140</sup>, ne parviennent pas à dissiper

130 B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, « *Corporate Restructuring* », *op.cit.* : « *sponsor compensation is largely unrelated to the net cash flow performance.* » ; J. McCahery, E. Vermeulen « *Recasting Private Equity Funds after the Financial Crisis : The End of 'Two and Twenty' and the Emergence of Co-Investment and Separate Account Arrangements* » ECGI - Law Working Paper n°231/2013, *Ibid.*

131 Examinées ci-dessus, cf. 62.-

132 Cass. com., 27 mars 2012, n° 10-20.077, D. 2012. Actu. 870, obs. Lienhard.

133 Cass. com., 8 janv. 2013, n° 11-27.120, *Société crédit financier c/ M. G. Pellegrini* : JurisData n° 2013-000033, qui juge la banque responsable de la mise en liquidation judiciaire de la filiale de la société emprunteuse au motif que le financement devait être remboursé par les remontées de flux de capitaux de filiale à sa *holding*. On peut regretter toutefois que par certains côtés, l'interdiction soit trop extensive dès lors qu'elle empêche de mettre en jeu la responsabilité des créanciers placés dans une situation d'aléa moral, cette situation n'étant susceptible de se produire que le jour où le droit des entreprises en difficulté sera davantage respectueux des droits des créanciers.

134 Les utilisations diverses de la notion d'intérêt social faites par les juges, même en l'absence de textes, démontrent que l'intérêt social est devenu une porte d'entrée du juge dans la gestion de la société. Voir sur ces développements jurisprudentiels S. Rousseau, I. Tchoutourian, « *L'intérêt social en droit des sociétés* », *Rev. Sociétés*, 2010, p. 735, § 4.

135 M. Bertrel, « *L'impact social du LBO sur la société « cible » ou la nécessité de réformer l'abus de majorité* », *op. cit.* Cet article suggère la possibilité d'exercer une action en nullité pour abus de majorité aux salariés. Il nous semble qu'une telle reconnaissance donnerait lieu à un contentieux systématique, pour des motifs principalement politiques et non juridiques. Le risque d'instrumentalisation d'une telle action – économiquement contre-productif – doit être sérieusement considéré.

136 S. Rousseau, I. Tchoutourian « *L'intérêt social en droit des sociétés* », *op. cit.*, § 13.

137 Voir en ce sens l'arrêt emblématique *Fruehauf*, CA Paris, 22 mai 1965, JCP 1965, II, 14274 bis, concl. Avocat général Nepveu ; RTD Com. 1965, obs. Rodière.

138 En ce sens D. Martin, « *L'intérêt des actionnaires se confond-t-il avec l'intérêt social ?* » *Mélanges D. Schmidt*, éd. Joly, 2005, p. 359 ; G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, sous la dir. de M. Germain, T. 1, Vol. 2, 18<sup>e</sup> éd., LGDJ, 2002, spéc. p. 369, n° 1587-1 ; N. Mathey, *Recherches sur la personnalité morale en droit privé*, thèse Paris II, 2001 ; T. Massart, *Le régime juridique de la cession de contrôle*, thèse Paris II, 1995, spéc. p. 532.

139 A. Couret, « *L'intérêt social* », *Cah. dr. Entr.*, 1996-4, p. 4, n° 14.

140 « *Intérêt social respecté en présence d'une contrepartie à la décision en*

cette incertitude définitionnelle et l'insécurité juridique qui en découle dans le cas d'opérations qui mettent une société « sous tension » financière, tel le LBO<sup>142</sup>. En cas de liquidation judiciaire, le recours à l'intérêt social acère l'action traditionnelle en insuffisance d'actif. En effet, les juges semblent d'autant plus enclins à sanctionner des décisions qu'ils estiment contraires à l'intérêt social, lorsque ces décisions semblent avoir contribué à l'insuffisance d'actif. Ainsi, des conventions jugées déséquilibrées en faveur de la *holding*, et donc contraires à l'intérêt social, peuvent avoir comme conséquence l'engagement de la responsabilité du dirigeant sur le fondement de l'action en insuffisance d'actif<sup>143</sup>, voire de la *holding* si elle est considérée comme dirigeant de fait. Le dirigeant d'une société sous LBO est également susceptible d'engager sa responsabilité pénale pour « abus de biens sociaux » ou « abus du droit ou du crédit de la société », la violation de l'intérêt social pouvant être caractérisée par le profit personnel qu'il aurait retiré de l'opération, résultant de sa qualité d'actionnaire de la société, ce qui est souvent le cas dans les opérations de LBO.

**79.-** Ce dispositif peut limiter la tentation du dirigeant d'accepter une opération risquée, d'avoir recours de manière déraisonnable au levier, et donc de surendetter la société, ou d'effectuer des transferts de richesse indus au bénéfice des actionnaires, au préjudice d'autres parties prenantes. Il peut également l'engager à limiter les coûts de détresse financière, voire de détresse économique, subis par la société insolvable dont les intérêts ne sont plus alignés sur ceux des actionnaires que le dirigeant est censé servir. En somme, le régime de responsabilité pour faute du dirigeant, en le dissuadant de prendre des décisions contraires à l'intérêt de la société, permet de contrecarrer la convergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et ainsi de prévenir les comportements du dirigeant qui seraient préjudiciables aux créanciers de la société.

**80.-** Ce cadre juridique présente également l'avantage, en cas de divergence d'intérêts entre les actionnaires et la société, typiquement lorsque surviennent des difficultés financières, de régler les conflits d'allégeance qui assaillent nécessairement le dirigeant pour l'inciter à servir en priorité les intérêts

.....  
*cause* » : Cass. com., 8 nov. 2011, n° 10-24.438, D. 2012. 415, obs. A. Lienhard, note E. Schlumberger ; Rev. sociétés 2012. 238, note A. Viandier.

141 Disproportion entre la contrepartie attendue et les charges induites par la décision : Cass. com., 13 nov. 2007, n° 06-15.826, Rev. sociétés 2008. 113, note M. Pariente ; RTD com. 2008. 167, obs. D. Legeais ; *ibid.* 354, obs. C. Champaud et D. Danet ; *ibid.* 366, obs. B. Dondero ; Dr. sociétés 2008, comm. 32, note H. Hovasse ; JCP E 2008. 1280, n° 3, obs. J.-J. Caussain, Fl. Deboissy et G. Wicker ; Dr. et patr. juin 2008, p. 94, obs. D. Poracchia ; Cass. com., 13 déc. 2005, n° 03-18.002, Rev. sociétés 2006. 382, note B. Boulou.

142 Dans le cadre d'une opération de refinancement susceptible de servir à une distribution de dividendes, il est en général considéré que la violation de l'intérêt social résultera de la prise d'engagements importants ou disproportionnés par rapport à la capacité financière de la société concernée ou bien la souscription d'emprunts à des conditions qui s'avèrent trop onéreuses pour cette dernière. La pratique a cherché à s'accommoder plus ou moins de ces principes flous. F. Cohen, L. Tari, « *Les problématiques juridiques des opérations de "leveraged recapitalization"* », *ibid.* Dans les opérations de recapitalisation, les conseils juridiques recommandent par exemple de s'assurer que la nouvelle dette est conclue à des conditions de marché et ne nuit pas à la capacité d'autofinancement des sociétés. Il est préférable que les conditions du nouveau prêt, dans leur globalité, soient plus favorables que celles de l'ancienne dette, au regard notamment des intérêts appliqués, des commissions et frais, de la maturité, des conditions de remboursement anticipé.

143 J.-P. Bertrel « *Les pactes entre la holding de reprise et la « cible » dans un LBO* », Droit & Patrimoine, 2009, p. 186.

de la société. Développons ce point : il est admis que le dirigeant a un devoir de loyauté envers la société. Afin d'échapper aux incertitudes qui fragilisent la notion d'intérêt social, la doctrine a judicieusement proposé une définition de ce devoir de loyauté permettant de concilier les intérêts des parties prenantes : le devoir de loyauté des dirigeants dû à la société, traditionnellement entendu comme la recherche de maximisation des intérêts des actionnaires, bénéficierait aux créanciers en cas de difficultés financières de la société, dès lors que celle-ci ne serait plus en mesure de rembourser l'intégralité de ses dettes. Cette approche permettrait ainsi d'aligner la loyauté du dirigeant avec l'intérêt de la partie prenante la plus attachée à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Ce devoir de loyauté des dirigeants, défini de manière souple et multidirectionnelle, évoluant en fonction de la situation financière de la société<sup>144</sup>, constituerait un contrepoids efficace à l'axe actionnaires-dirigeants. La consécration par le législateur de cette vertu cardinale aurait également une fonction pédagogique, en guidant les dirigeants dans l'accomplissement de leurs fonctions et les invitant à repenser le postulat selon lequel l'intérêt social se résume systématiquement à la maximisation de l'intérêt de l'actionnaire. La mise en jeu de la responsabilité pourrait miroiter cette versatilité de l'allégeance du dirigeant et ainsi policer son comportement de manière efficace<sup>145</sup>.

**81.-** Cependant, l'imprécision des conditions d'application de notre régime de mise en jeu de la responsabilité pour faute du dirigeant est source d'inconvénients majeurs dans notre économie schumpétérienne. En effet, l'insécurité juridique qu'il suscite constitue une menace paralysante pour le dirigeant, qui peut le dissuader d'adopter des décisions sociales certes risquées mais nécessaires à la compétitivité de la société, encore appelées entrepreneuriales. L'effet pervers d'un régime de responsabilité aux contours poreux serait de décourager l'esprit entrepreneurial au profit d'une prudence excessive et improductive. L'inefficacité juridique se double d'inefficacité économique dans la mesure où une excessive prudence du dirigeant induirait deux types de coûts. D'une part, elle occasionnerait une inflation des dépenses en expertise de toute sorte (juridique, financière...). D'autre part, l'esprit de conservatisme pourrait induire une diminution sinon une stagnation de la valeur de la firme. Cet effet pervers serait d'autant plus destructeur pour la société qu'il n'existe pas d'obligation symétrique du dirigeant envers l'actionnaire qui serait susceptible de compenser son inertie. Appliqué aux opérations de LBO, ce dispositif peine à appréhender la rationalité économique des opérations qu'il prétend sanctionner. Ces opérations constituent des projets globaux, dont la réussite implique directement l'ensemble des parties prenantes (dirigeant et actionnaire). En conséquence, le critère jurisprudentiel de la contrepartie apparaît inadéquat au mode de fonctionnement des groupes de sociétés<sup>146</sup>. Sanctionner le seul dirigeant revient à en faire un bouc-émissaire tandis que

.....  
 144 E. B. Rock, « *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality* », 1 janvier 2013, Penn Law : Legal Scholarship Repository : (vol. 161 : 1907-2013), *ibid.*

145 B. Becker et P. Strömberg, « *Fiduciary Duties and Equity Debtholder Conflicts* », EGCI Finance Working Paper n°330/2012, février 2012, disponible sur le site www.ssrn.com. L'existence d'un devoir de loyauté des dirigeants envers les créanciers dans des circonstances de difficultés financières permettrait de réduire les coûts d'agence des relations entre les créanciers et actionnaires de la société débitrice.

146 De ce point de vue, il paraît urgent de revoir l'appréhension par le droit des entreprises en difficulté des groupes d'entreprises et des conditions dans lesquelles il est possible d'étendre une procédure collective à d'autres entités juridiques.

l'extension des mises en cause de la responsabilité des dirigeants de droit – résultant de l'implication des actionnaires dans les fonctions de direction – renvoie au risque d'inefficacité économique.

**82.-** Il est primordial de revoir les critères actuels de mise en jeu de la responsabilité des dirigeants. Le fait que le dirigeant prenne des décisions, qui apparaissent rétrospectivement contraires à un intérêt social aux contours incertains, ne peut raisonnablement être à lui seul générateur de responsabilité. Le dirigeant a un rôle fonctionnel primordial au sein de l'entreprise, un rôle d'impulsion qu'il est dans l'intérêt général de préserver et d'encourager. La rationalisation de la mise en jeu de la responsabilité du dirigeant – en circonscrivant les limites de la responsabilité du dirigeant et en consacrant un équilibre clair entre protection des créanciers de l'entreprise et protection du dirigeant – est essentielle à l'efficacité économique de notre modèle juridique<sup>147</sup>.

**83.-** Les mécanismes de protection *a priori* des créanciers sont d'autant moins efficaces qu'ils relèvent principalement d'une approche pigouvienne, à rebours des enseignements de la théorie économique. Parmi ceux-ci, la prohibition de l'assistance financière visait initialement à éviter que des sociétés rachetées ne fassent l'objet d'un démantèlement en cas de défaut de paiement de la dette d'acquisition. Or, l'adoption de la législation concernant l'arrêt des poursuites en cas d'ouverture d'une procédure collective et plus encore la sauvegarde judiciaire ont dissipé ce risque. Dès lors, cette règle a pour effet de protéger les anciens créanciers contre les transferts de richesse induits lors de l'octroi d'un prêt ou d'une sûreté par une société acquise dans le cadre d'une opération de LBO. Or cette législation s'avère à la fois coûteuse<sup>148</sup> – car limitant la capacité d'endettement des sociétés (parfois indispensable pour réaliser une opération de transmission d'entreprise familiale) – inefficace – car aisément contournée – et surabondante – en présence de mécanismes contractuels de protection des créanciers.

**84.-** Étant donné les modalités de mise en œuvre des LBO, ces opérations peuvent, de fait, être envisagées comme des rachats d'actions et, partant, soumises aux dispositions correspondantes. De même, les règles relatives au capital social et leurs corollaires relatifs aux distributions de dividendes et à la réduction de capital concourent à l'encadrement des opérations de LBO, afin de prévenir la dissipation des actifs sociaux par les dirigeants. Il apparaît que ces mécanismes de protection *a priori* sont devenus obsolètes eu égard aux évolutions économiques et financières. Avec le temps, la valeur des actifs de la société est de moins en moins corrélée au montant des contributions réalisées par les actionnaires. En outre, les sociétés sous LBO sont libres de fixer le montant du

capital qu'elles désirent. Les règles restreignant la liberté du dirigeant de distribuer des dividendes aux actionnaires peuvent de ce fait être facilement contournées. Il est ainsi aisé de sous-capitaliser la société en gonflant la prime d'émission, dont la distribution est encadrée de manière souple, sous réserve de la caractérisation d'un abus, difficilement appréciable. Outre le remboursement ou la restructuration de la dette, les sommes ainsi obtenues peuvent servir au remboursement d'un prêt directement contracté par le fonds LBO ou permettre une distribution de dividendes à son profit. De fait, ces mécanismes de protection ont pour principal effet d'empêcher les actionnaires de réemployer le produit de leur investissement dans d'autres projets plus rentables et peuvent donc conduire à un sous-investissement en fonds propres. Si ces règles ne sont en général pas pénalisantes pour l'industrie du LBO, elles affectent l'industrie du capital-innovation.

\*\*\*

**85.-** En conclusion, si les opérations de LBO sont source de richesse financière et économique, elles ont pour inconvénient de déséquilibrer structurellement la relation d'agence entre créanciers et actionnaires. Étant donné l'inefficacité des mécanismes légaux de protection des intérêts des créanciers et en raison de l'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, il est préférable de laisser aux créanciers le soin d'élaborer les dispositifs de protection qui leur conviennent et de conforter ces prévisions contractuelles en assurant leur plein effet en cas de saisine des tribunaux. La reconnaissance par le législateur des arrangements contractuels inciterait les parties à s'accorder sur la restructuration de dette en amont de l'ouverture de la procédure collective. Cette accélération des négociations amiables permettrait de préserver davantage la valeur d'entreprise des sociétés cibles dans le cadre des opérations de LBO. L'analyse économique du droit confirme la pertinence de cette approche contractualiste qui bouleverse l'approche traditionnelle du droit des entreprises en difficultés.

**86.-** Constatant le caractère atone du marché du redressement des entreprises, ainsi que l'absence d'un marché du financement des entreprises fragiles, le gouvernement a décidé fin 2012 de réformer à nouveau le droit des entreprises en difficulté. En décembre 2013, la Chancellerie a ainsi soumis, pour consultation, un projet d'ordonnance portant réforme du droit des entreprises en difficultés, prévoyant un rééquilibrage des droits en faveur des créanciers<sup>149</sup>. Le projet octroyait aux créanciers (exclusivement ceux siégeant en comité des créanciers) le pouvoir de présenter un plan. Cette disposition a été reprise dans l'ordonnance adoptée en conseil des ministres le 12 mars 2014<sup>150</sup>. Le projet initial prévoyait également la possibilité d'évincer l'actionnaire contrôlant de la société si aucune autre solution ne paraissait susceptible d'assurer le redressement de l'entreprise. Cette disposition n'a pas été reprise dans l'ordonnance du 12 mars 2014, semble-t-il en raison de problèmes techniques, mais devrait faire l'objet d'une seconde ordonnance. Si ces avancées

147 Nous n'avons pas dans le cadre de cette étude développé l'ensemble des actions en responsabilité existant à l'encontre des dirigeants. On signalera notamment que la responsabilité civile du dirigeant est également susceptible d'être recherchée en cas d'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire selon les critères de l'article L. 651-2 du Code de commerce : « Lorsque la liquidation judiciaire d'une personne morale fait apparaître une insuffisance d'actif, le tribunal peut, en cas de faute de gestion ayant contribué à cette insuffisance d'actif, décider que le montant de cette insuffisance d'actif sera supporté, en tout ou en partie, par tous les dirigeants de droit ou de fait, ou par certains d'entre eux, ayant contribué à la faute de gestion. [...] ». La notion de faute de gestion se caractérisant par la contrariété à l'intérêt social, les développements précédents y afférant sont également applicables.

148 À défaut d'évaluation relative au dispositif en droit français, le coût des règles relatives à l'assistance financière au Royaume-Uni avant leur abrogation a été évalué à 20 millions de livre sterling par an.

149 S. Vermeille, « Une nouvelle réforme du droit des entreprises en difficulté – Le droit français fera-t-il sa révolution ? », LJA n°1144 disponible sur le site de Droit & Croissance ([www.droitetcroissance.fr](http://www.droitetcroissance.fr)). V. Droit&Croissance, « Projet d'ordonnance sur le droit des entreprises en difficulté, Note sur les Commentaires de Droit et Croissance », 10 janvier 2014, disponible sur [www.droitetcroissance.fr](http://www.droitetcroissance.fr).

150 Ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014 portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives JORF n° 0062 du 14 mars 2014.

conceptuelles majeures doivent être saluées, ce rééquilibrage, à supposer que la seconde ordonnance soit adoptée, reste cependant insuffisant au regard des enjeux micro et macroéconomiques rappelés précédemment. Tant que la société n'est pas en redressement judiciaire, les créanciers n'ont aucun moyen de pouvoir évincer le fonds actionnaire. Pour cette raison, la réforme envisagée pourrait n'avoir que peu d'effets sur la dynamique de négociation amiable. Sans possibilité de pouvoir évincer rapidement les actionnaires et les créanciers *junior* dès l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, il est à craindre que les négociations amiables portant sur la restructuration du bilan des LBO resteront longues et coûteuses pour l'entreprise.

**87.-** L'intervention étatique demeure essentielle, principalement pour soutenir des mécanismes contractuels défaillants ou insuffisants. L'application des théories de l'analyse économique du droit aux problématiques relatives au traitement du surendettement des sociétés sous LBO révèle l'importance que revêt un cadre juridique adapté pour l'économie d'un pays. À cet égard, les dispositifs qui encadrent de fait les opérations de LBO devraient être revisités, à l'aune de principes de pragmatisme et d'efficacité. Ainsi les critères de mise en jeu de la responsabilité des dirigeants devraient être revus afin de préserver le rôle fonctionnel et dynamique des dirigeants. Cette dernière repose principalement sur la notion d'intérêt social, dont l'imprécision est source d'incertitude et peut avoir un effet inhibant incitant les dirigeants à faire preuve d'une prudence excessive et préjudiciable à l'économie. Il serait plus protecteur de faire remonter le début de la période suspecte à la survenance d'un état d'insolvabilité de la société, c'est-à-dire lorsqu'il est plus que probable que la société ne sera pas en mesure de s'acquitter de sa dette compte tenu de ses prévisions de trésorerie future.

**88.-** L'intervention étatique permet également d'encadrer le risque d'aléa moral, de rendre davantage transparentes les opérations d'échange et de prévenir la répétition des difficultés financières actuelles. En effet, il a été rappelé que les principales causes du surendettement des sociétés sous LBO sont contextuelles et résultent notamment d'un aveuglement auto-entretenu des marchés (liquidité du crédit, innovations financières)<sup>151</sup>. Un bilan serait prématuré, mais la directive du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ambitionne d'améliorer la transparence des pratiques des gestionnaires de fonds, dans un cadre européen harmonisé. Si l'acteur étatique demeure utile pour raisonner un marché obnubilé et instiller des principes redistributifs conformes au modèle social souhaité, les modalités de son intervention doivent cependant être repensées et rationalisées.

**89.-** Aux États-Unis, les universitaires s'accordent pour dire que le *Chapter 11*, tel qu'il a évolué au cours de ces dix dernières années, a joué un rôle déterminant dans la reprise de l'économie américaine. Alors que la crise financière avait laissé l'économie américaine dans une situation de dette *over hang* générale<sup>152</sup>, les sociétés non financières ayant fait défaut

sont finalement parvenues à surmonter leurs difficultés sans destruction inutile de richesse importante<sup>153</sup>. Un exemple à méditer, courageusement.

151 La pratique emblématique des *covenant lite*, contrats qui se distinguent par le faible nombre de clause de protection en faveur du prêteur, illustre les risques d'un marché livré à lui-même.

152 Une société est dans une situation de *debt over hang* lorsqu'elle est dans une situation de « contrainte financière » qui l'empêche de financer de nouveaux projets créateurs de valeur afin d'être en mesure de pouvoir rembourser sa dette. M. Myers « *Determinants of Corporate Borrowing* », *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175, 1997.

153 S. Gilson « *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, 2012.