

La réforme du droit des entreprises en difficulté

Conférence Droit et Croissance – 2 avril 2014 – Procédures collectives : enjeux et perspectives de la réforme annoncée

I. La réforme des entreprises en difficulté est-elle à la hauteur des attentes des praticiens ?

L'animation de la table ronde est assurée par Nicolas Colin

La séance est ouverte à 9h05.

Sophie VERMEILLE, *présidente de Droit & Croissance* : Le thème des entreprises en difficulté, à l'origine de la création de notre *think tank*, est extrêmement important. Ses enjeux sont considérables pour notre économie.

Par essence, le droit des entreprises en difficulté a des conséquences très importantes dans les rapports entre les acteurs privés. Pour nous qui essayons d'intéresser le plus grand nombre à l'économie du droit, de faire comprendre l'impact des normes sur le comportement des agents économiques, le droit des entreprises en difficulté est forcément un terreau fertile. C'est un droit par essence très intrusif qui modifie substantiellement les relations contractuelles des différents acteurs économiques.

Ce thème passionnant est souvent sujet à des débats passionnés. Nous espérons vivement que notre conférence en sera une nouvelle illustration.

L'actualité nous tient en haleine. Deux ordonnances sont annoncées sur les entreprises en difficulté, cette année. Une première a été publiée. Nous en espérons une seconde. Nous remercions tout particulièrement aujourd'hui Xavier Hubert, conseiller juridique du ministre du Redressement productif, d'être présent, en dépit du remaniement du gouvernement en cours ; nous sommes extrêmement heureux qu'il ait pu nous rejoindre.

N'hésitez pas à poser des questions à l'issue de la table ronde. Nous voulons encourager le débat. Certes, nous avons des positions que certains pourront juger fortes sur le thème des entreprises en difficulté, mais nous voulons encourager l'échange sur ces questions.

Nous sommes très heureux de compter Nicolas Colin parmi nous. Il est inspecteur des Finances et, plus généralement, un expert du numérique et de l'innovation. Cela n'est pas très courant. Il est l'un des auteurs du fameux rapport Collin et Colin relatif à l'économie numérique. Récemment, il est

retourné dans l'entrepreneuriat : il est associé fondateur de TheFamily, qui est un accélérateur de *start-up*. Il va nous proposer une introduction sur le thème de l'innovation et du droit des entreprises en difficulté. Pour nous juristes, ce thème est très original. Aussi sommes-nous heureux d'introduire les débats avec sa présentation.

Nicolas COLIN, *associé fondateur de TheFamily, membre du Comité exécutif de Droit & Croissance* : Il me semblait important de mettre en perspective la question du droit des entreprises en difficulté qui est dominé par deux grandes tonalités : les difficultés elles-mêmes (tensions sociales, pression politique, difficultés financières) et la technicité de cette discipline, laquelle est absolument nécessaire compte tenu de la complexité des situations, mais qui parfois fait oublier les enjeux de plus long terme et macro-économiques. En quoi le droit des entreprises en difficulté contraint-il ou libère-t-il le potentiel de croissance de long terme ?

En introduction, je souhaite évoquer une notion un peu immature en économie, que j'appelle « la frontière de l'innovation », « la frontière technologique » pour d'autres. C'est une sorte de stade très particulier dans le développement économique d'un pays, celui au-delà duquel il n'est plus possible, pour continuer de développer l'économie, de se tourner vers d'autres pays plus avancés et de les imiter pour essayer de les rattraper.

Aujourd'hui, une économie comme la Chine pratique le rattrapage. Au milieu des années 1970, l'économie française a fini de rattraper l'économie américaine ; elle est parvenue à un niveau de développement économique à peu près comparable. Pour continuer à générer des gains de productivité dans notre économie, à la frontière de l'innovation, il ne nous est pas possible de nous inspirer d'autres pays ; il est nécessaire de trouver, dans notre économie et dans son tissu industriel, les ressources pour innover et inventer notre propre chemin de développement.

La France éprouve beaucoup de difficultés à faire cela. Un certain nombre d'indicateurs le montrent. L'indicateur central de la bonne santé de l'économie sur le long terme, c'est le développement économique, le revenu par tête. Au regard des courbes de niveau de développement économique du Royaume-Uni, de la France, de l'Allemagne et d'Israël de 1970 à nos jours, le pays le plus développé est en tête : le Royaume-Uni a décroché de la France à la fin des années 1980. Alors que leurs chemins de développement économique étaient comparables jusqu'à cette époque, l'Hexagone est maintenant nettement en retard. L'Allemagne est un peu moins développée que le Royaume-Uni. Elle a également décroché de la France au milieu des années 2000 et c'est plus marqué depuis la crise de 2008. La puissance exportatrice de l'Allemagne est visible sur la courbe. Quant à la dynamique de développement de la France, elle s'essouffle, ralentit beaucoup, à tel point qu'elle a été rattrapée par un beaucoup plus petit pays, Israël. C'est particulièrement intéressant du point de vue de l'économie de l'innovation. On connaît le dynamisme d'Israël sur le marché du capital-risque, dans la création d'entreprises innovantes, dans la valorisation de ses

entreprises auprès d'acquéreurs américains en général. Son chemin de développement économique lui a permis de rattraper le niveau de celui d'un pays comme la France, et ce dans un contexte très différent.

Pourquoi la France s'essouffle-t-elle ?

Pendant plusieurs décennies, l'économie française s'est profondément spécialisée afin de rattraper l'économie américaine. Cela a été orchestré, organisé activement avec un fort volontarisme politique, dans le cadre du plan Marshall après-guerre, puis avec le volontarisme du général de Gaulle et de ses premiers ministres successifs, dont Georges Pompidou qui est un peu la figure tutélaire de notre politique industrielle. Récemment, lorsque, à l'Élysée, le président de la République a présenté les 34 plans de la nouvelle France industrielle, un film mettait en exergue cette fibre et cette passion que nous avons pour la politique industrielle. Il était rappelé que le président Pompidou en était l'incarnation. L'époque était radicalement différente. Nous étions encore moins développés que les États-Unis et il nous suffisait de regarder ce qui marchait chez eux, de créer nos propres champions nationaux, d'ériger des barrières et de mobiliser la commande publique pour aider ces derniers à se développer. *In fine*, certains rattrapaient les Américains, voire leur damaient le pion à l'échelle de l'économie mondiale.

Aujourd'hui, le problème réside dans le fait que, pour de nombreuses raisons, le rattrapage n'est plus possible. D'abord, on est à la frontière de l'innovation. Il n'existe pas beaucoup de choses beaucoup plus avancées aux États-Unis. Il y en a quelques-unes. Les grands géants de l'économie numérique sont devenus les plus grosses capitalisations boursières mondiales. Leur positionnement est illustré sur la carte qui est le détournement de la guerre des royaumes dans *Game of Thrones*, laquelle montre les grandes manœuvres industrielles qui opposent ou qui feraient converger ces géants : Google, Apple, Facebook, Amazon.

Le rattrapage n'est plus possible lorsque les entreprises les plus avancées sont celles-là, pour deux grandes raisons. Premièrement, l'économie est beaucoup plus globalisée ; les barrières commerciales ont été considérablement abaissées par rapport à l'époque glorieuse du rattrapage. Il s'avère très difficile de protéger nos champions nationaux pour les aider à grandir et à damer le pion à ces géants industriels que sont ces entreprises américaines. Deuxièmement, on est maintenant dans l'économie numérique. De plus en plus, les positions dominantes sont prises dans les grandes filières par des entreprises numériques. Ces dernières se distinguent des autres parce qu'elles ont installé au cœur de leur modèle d'affaires des effets de réseaux qui leur permettent de grandir à très grande échelle et de s'installer, en général, dans une position, soit de monopole, soit de duopole, où la valeur se partage entre quelques grands acteurs sur des marchés globaux. À part la Chine qui a activement fermé son marché pour faire grandir ses propres géants de l'économie numérique, tout le reste du monde est un terrain de jeux global pour ces entreprises qui, parfois, en quelques années prennent une position dominante et ne laissent plus aucune place pour d'autres qui voudraient les concurrencer mondialement et les rattraper. Donc le rattrapage n'est plus possible, en tout cas dans les filières déjà transformées par le numérique. Une expression est devenue fameuse : le numérique dévore le monde. De proche en proche, filière après filière, les chaînes de valeur sont profondément transformées. La valeur est redistribuée tout au long de la chaîne par l'arrivée de nouveaux entrants

appartenant au secteur du numérique qui bouleversent la manière d'agir et qui instillent de l'innovation dans les filières.

Un certain nombre de filières ont été transformées et on finit par les confondre avec le numérique, telles que les industries de contenus, le voyage, le tourisme. Pour l'automobile, cela commence. Pour d'autres filières, tout est encore possible : aucune entreprise américaine n'a encore pris la position globale. Aussi des entreprises françaises peuvent-elles avoir l'occasion de se lancer à l'assaut de ces marchés globaux, de réussir la transformation numérique de la filière avant les entreprises américaines et de s'installer en position dominante pour extraire de la valeur sur le territoire national. Deux exemples sont emblématiques de ce que nous savons faire en France et de filières où les cartes n'ont pas encore été redistribuées : la santé et l'agriculture – même si Monsanto fait des progrès spectaculaires dans l'agriculture numérique depuis quelques années.

D'où viendront les champions nationaux de ces filières non encore transformées qui prendront des positions dominantes à l'échelle globale ?

Le premier vivier est constitué des *start-up*. Le constat d'échec est sans appel : depuis vingt ans, la France n'a jamais réussi à faire d'une *start-up* un géant industriel. Nous n'avons pas réussi à faire grandir suffisamment nos entreprises pour plusieurs raisons, assez bien connues, dont l'immaturité du marché du capital-risque. Les solutions sont aussi connues. Beaucoup de personnes travaillent pour améliorer les choses mais, jusqu'ici, nous ne pouvons pas vraiment compter sur les *start-up* pour développer notre économie à la frontière de l'innovation.

D'un autre côté, nous avons les grands groupes, déjà dominants dans leur filière, dans l'assurance, dans le BTP, dans les transports, dans l'énergie. Ils éprouvent les plus grandes difficultés à innover pour une raison connue et très bien documentée par Clayton Christensen, qu'il appelle « *le dilemme de l'innovateur* ». Quand on est une grande entreprise, bien installée dans une position dominante dans une filière, la dernière chose à faire est de changer parce que cela constitue avant tout une menace pour la position qu'on a consolidée. En quelque sorte, il s'avère très difficile pour un grand groupe de lâcher la proie pour l'ombre.

Aussi notre meilleur espoir pour développer notre économie à la frontière de l'innovation, hors les *start-up* et les grands groupes, réside-t-il dans les PME et les ETI qui, en général, ont des actifs qu'elles ont immobilisés, développés, valorisés. Elles ont du savoir-faire et un ancrage territorial profond, mais, parfois, elles sont prisonnières de la frilosité des actionnaires dans l'entreprise et de l'incapacité des dirigeants de l'entreprise à comprendre la transformation de leur filière, à apporter la vision qui va aboutir à une transformation radicale du modèle d'affaires et va revaloriser leurs actifs pour faire d'une entreprise déclinante qui s'essouffle un champion numérique pour demain. C'est là où le droit des faillites rejoint la problématique de l'innovation.

En effet, si notre droit des faillites ne permet pas de pratiquer des opérations de sauvetage des actifs, qui aujourd'hui sont enfermés dans des entreprises dont les dirigeants et les actionnaires n'arrivent pas à en faire des champions numériques, tôt ou tard cela va se voir sur les marges, sur les parts de marché, sur la santé de l'entreprise. L'entreprise va entrer en difficulté et soit on la laisse mourir et on libère le marché pour une

entreprise américaine, soit on organise les conditions pour que les actifs soient repris par des actionnaires et des dirigeants qui sauront pratiquer les transformations radicales qui s'imposent pour que cette entreprise devienne un champion numérique à l'échelle globale à moyen ou à long terme. (*Applaudissements*)

Nicolas Colin invite les quatre participants à la table ronde à le rejoindre et les présente.

N. C. : Depuis quelques mois, nous sentons monter un débat très nourri relatif au droit des entreprises en difficulté pour plusieurs raisons. D'abord, nous commençons à sortir de la période immédiate qui a suivi la crise de 2008 et à nous apercevoir que, malgré tous les efforts faits par les différentes parties prenantes et toute l'attention portée à notre tissu industriel, les entreprises n'arrivent toujours pas à reconstruire leurs marges, continuent de s'essouffler et voient leurs difficultés s'aggraver de façon préoccupante.

Ensuite, avant la crise de 2008, ces entreprises étaient massivement endettées et confrontées au fameux mur de la dette qui fait qu'il leur est d'autant plus malaisé de surmonter les difficultés qu'elles éprouvent.

De plus, dans un certain nombre de pays, un débat très fort a commencé à se nouer autour de la question des entreprises en difficulté et des droits qui leur sont appliqués. Des actions très volontaristes et spectaculaires ont été menées dans l'industrie automobile américaine pour remettre sur les rails les géants de cette dernière. Des réformes du droit des entreprises en difficulté sont intervenues tout récemment encore en Espagne. Le contexte est tel que nous sommes en quelque sorte obligés au débat et à l'action qui prend la forme d'une première ordonnance approuvée en Conseil des ministres du 12 mars dernier. Une deuxième est en préparation, vraisemblablement pour le début de l'été.

Xavier Hubert, pourriez-vous nous rappeler le contexte de cette réforme à double détente ? Quels sont les motifs qui ont amené les pouvoirs publics à se pencher sur ce sujet, à y consacrer du temps et à mettre en chantier une nouvelle réforme du droit des entreprises en difficulté ?

Xavier HUBERT, conseiller juridique du ministère du Redressement productif : Je reviendrai sur l'historique des ordonnances et sur leur devenir. Trois constats ont imposé la nécessité, de réformer, sans le révolutionner, le droit des entreprises en difficulté.

Premièrement, depuis 2008-2009 – cela s'est de nouveau accéléré en 2012-2013 et les chiffres sont à peu près équivalents en 2014 –, nous constatons un accroissement global du nombre d'entreprises qui entrent en procédure collective ou qui connaissent des difficultés nécessitant une procédure de conciliation ou de mandat *ad hoc*.

Deuxièmement, sur l'ensemble de ces entreprises, conformément à une tendance classique, énormément de micro-entreprises entrent directement en liquidation. Mais depuis 2013, nous avons un phénomène nouveau : de plus en plus de PME et d'ETI entrent en procédure collective soit parce que les procédures de conciliation n'ont pas pu aboutir, soit parce qu'il s'agit d'entreprises qui ont tardé à se mettre sous la protection de la justice et qui arrivent à des impasses de financement ou de trésorerie.

Troisièmement, s'agissant de droit, celui des entreprises est un des plus vivants qui soit. Notre vision du droit des entreprises en difficulté repose sur une approche pragmatique et non pas quasi téléologique du droit. Nous regardons ce qui fonctionne, ce qui ne fonctionne pas, ce qui évolue juridiquement chez nos voisins et dans la pratique des acteurs nationaux. Constamment, nous avons un regard critique, distancié et en même temps permanent sur l'évolution des pratiques de notre droit et sur les mécanismes juridiques de l'entreprise en difficulté.

À partir de ces trois facteurs, nous sommes parvenus à une position que nous pourrions considérer comme consensuelle sur l'évolution de notre droit. Pour les toutes petites entreprises, il s'agit de focaliser sur les procédures de prévention et sur la procédure de liquidation. Pourquoi sur ces deux pôles ? La plupart des entreprises entrant dans des procédures collectives sont extrêmement petites et 75 % d'entre elles arrivent directement en liquidation. Nous considérons que, pour les toutes petites structures, la panacée n'est ni la sauvegarde ni le redressement judiciaire sans préparation. Deux solutions sont alors envisageables, il s'agit soit de les faire entrer au plus vite en procédure de conciliation, ce qui représente un coût et est plutôt complexe, soit dès lors qu'une liquidation a été prononcée de sortir le dirigeant ou l'entrepreneur individuel au plus vite de la procédure de liquidation. Le vrai enjeu pour les toutes petites structures se situe là : il s'agit de permettre à l'entrepreneur individuel, à l'EURL ou à la toute petite SARL de sortir de la procédure de liquidation en trois, quatre ou six mois. L'idéal type est d'arriver à un temps très court.

Pour les PME et les ETI, le champ des possibilités est plus large, il porte sur la conciliation, la sauvegarde et le redressement judiciaire. Le schéma des ordonnances est simple. Nous avons renforcé et amélioré les procédures de prévention. Cela va de l'information du commissaire aux comptes à la neutralisation de toutes les clauses qui restreignent les conditions d'accès aux procédures de conciliation. Pour la première fois, est mise en œuvre la possibilité de faire du *Prepack* dès la conciliation ou encore d'aligner les créanciers qui n'ont pas voulu adhérer au principe de la conciliation avec ceux qui ont accepté d'entrer dans la procédure. Toutes ces mesures nous semblent utiles pour faciliter, améliorer et rendre très attractives les procédures, à la fois le mandat *ad hoc* et la conciliation.

Notre approche, pragmatique, au travers des ordonnances, vise à mettre en place de plus en plus de passerelles entre les différentes étapes existant en matière de procédures relatives aux entreprises en difficulté : conciliation, *Prepack*, sauvegarde accélérée et redressement judiciaire. C'est le point que j'évoquais initialement, une procédure collective n'a de véritable chance d'aboutir que si elle est préalablement préparée.

Avec l'élargissement de la sauvegarde accélérée, nous renforçons l'esprit de cette procédure qui est en réalité une conciliation qui continue par un autre moyen ! Cette dernière n'est pas une nouvelle procédure, c'est la conciliation que les acteurs continuent et qui termine sous un autre mode juridique plus coercitif. La conciliation, le *Prepack*, c'est la possibilité de préparer une cession d'entreprise dès la conciliation et, le cas échéant, de terminer soit en sauvegarde soit en redressement judiciaire. Toute l'idée qui traverse nos ordonnances consiste à promouvoir l'idée que des passerelles doivent exister entre les différentes procédures. De ce fait, il nous faut mettre en place des mécanismes permettant de passer de l'une à l'autre. En réalité, pour une PME ou une ETI, une

procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire n'a de sens et n'a de vraies chances d'aboutir que si elle est préparée. Arriver en redressement judiciaire alors qu'une entreprise est exsangue et n'a plus aucune alternative est le meilleur moyen de finir en liquidation judiciaire. En revanche, mettre en place des mécanismes permettant de préparer l'entreprise à entrer dans ce type de procédure lui donne une vraie possibilité de réussir à sortir de ses difficultés. De même, il faut favoriser l'accélération du diagnostic des administrateurs ou mandataires sur la poursuite possible de l'activité ou la cession. Ce point est également essentiel, une cession des actifs ou de l'activité cela se prépare.

Dans ce schéma, ce qui ne figure pas à ce stade dans l'ordonnance adoptée le 12 mars 2014, laquelle est applicable au 1^{er} juillet prochain, c'est un mécanisme de cession forcée des actions ou de la dilution de l'actionnariat de contrôle. Nous envisageons d'introduire ces mesures dans le cadre d'une seconde ordonnance qui entrerait également en vigueur au 1^{er} juillet 2014. Concernant la question du sort de l'actionnaire, nous avons besoin de plus de temps pour sécuriser l'ensemble du mécanisme. Cette mesure pour le ministère du Redressement productif est extrêmement importante : elle se situe au carrefour des enjeux juridiques et de tous les enjeux économiques qui concernent l'entreprise.

N. C. : Pourquoi avez-vous procédé en deux temps ? Cela doit être dû à la confidentialité des décisions du gouvernement. Quels sont les obstacles qui ont conduit à isoler cette question ?

X. H. : Effectivement, il y a la confidentialité des modes de décision gouvernementale, mais elle n'est pas dirimante, tout comme les impératives loyauté et solidarité gouvernementales pour expliciter les questions qui se posent. Sans détailler tous les travaux, il existe deux obstacles : le premier est d'ordre constitutionnel et le second d'ordre communautaire, selon la nature du mécanisme qu'on veut mettre en place. Les échanges ont été très nourris entre les différents ministères à ce sujet.

Trois options sont possibles : conversion de créances, cession forcée des actions, *squeeze out* de minoritaires. Ce sont là les trois points qui donnent lieu à discussions constitutionnelles sur le sujet. Actuellement, une des meilleures options à mes yeux, celle que le ministère du Redressement productif défend, n'est pas de dire que nous avons trois possibilités, mais que nous avons les trois possibilités et qu'il nous faut construire un mécanisme juridique permettant à la fois la conversion de créances, la dilution d'actionnaires majoritaires, la cession forcée d'actionnaires majoritaires ou en tout cas d'actionnaires de contrôle et, le cas échéant, le mécanisme de *squeeze out* consistant à faire en sorte qu'un actionnaire minoritaire ne puisse se maintenir avec l'intention de s'opposer au plan de redressement élaboré par le nouvel actionnaire entrant. Ces trois possibilités ne peuvent s'entendre que dans la perspective d'un plan de continuation et non pas de cession.

N. C. : Hélène Bourbouloux, vous pratiquez les procédures, vous êtes au cœur de tout cela. Reconnaissez-vous les motifs ou l'inspiration du gouvernement dans votre pratique quotidienne sur les dossiers dont vous avez la charge et l'administration ?

Hélène BOURBOULOUX, administrateur judiciaire au sein du cabinet FHB : Je reconnais dans la salle de nombreux acteurs qui n'hésiteront certainement pas à reprendre ulté-

rieurement mes propos dans certaines circonstances. En tout cas, ils sont sincères.

Je rejoins le propos de Xavier Hubert. La première lecture de l'ordonnance, objectivement, nous déçoit un peu ou paraît déséquilibrée, très touffue. Elle comporte plus d'une centaine d'articles. La deuxième lecture apparaît réellement satisfaisante. En fait, à la réflexion, même si j'ai regretté que, dans un premier temps, les instruments de fin au chantage ou de prise d'otages n'aient pas été mis en œuvre dès l'origine, je suis ravie du texte proposé.

Premièrement, force est de constater que la volonté de pragmatisme et d'efficacité ressort principalement de l'ensemble du texte. Les praticiens que nous sommes trouveront beaucoup de réponses qui leur manquaient dans tous les domaines qui ont été exposés. À titre d'exemples, je citerai la capacité à traiter du créancier poursuivant en amont de la conciliation, comme en aval de la conciliation ; la réponse apportée par le législateur au suivi des accords en conciliation que les parties avaient déjà instaurés à travers les clauses de suivi dans lesquelles personne n'était très confortable faute de statut pour nous. Du point de vue du pragmatisme et de l'efficacité, le texte est réellement utile.

Deuxièmement, ce texte comporte quelques évolutions et innovations majeures. Nous pressentons quand même le rééquilibrage très fort des forces en présence. En effet, même si le texte ne va pas jusqu'à l'éviction de l'actionnaire lorsqu'il s'opposerait à un plan ou ne permettrait pas sa mise en œuvre, nous avons un message fort, tel le *Prepack* cession en conciliation qui ne dépend que du débiteur avec l'avis des principaux créanciers mais à aucun moment de l'avis de l'actionnaire. Cela paraît assez surprenant ; on est en conciliation, on est en amont de la procédure, il n'y a pas de dessaisissement et, pour autant, le *Prepack* cession peut être organisé nonobstant son avis. Ce mouvement est assez fort. Par ailleurs, l'hypothèse où, en cas de redressement judiciaire, à défaut de reconstitution de capitaux propres, un mandataire peut venir voter à sa place offre la capacité d'éviction. D'autres exemples figurent dans la réforme, mais je ne veux pas en faire un exposé catalogue.

Une autre innovation très forte, qui ne manquera pas d'attirer l'attention de pratiquement tous les créanciers (créanciers de financement structuré, créanciers opérationnels...), est la simplification majeure attendue – décisive et qui, pour moi, est le principal apport de ce texte – de la déclaration de créance et de la procédure de vérification et d'admission d'une créance.

Enfin, certaines situations qui ne faisaient pas comprendre le droit français à l'étranger vont prendre un terme. Je m'explique. Tout ce que le débiteur aura lui-même déclaré dans sa déclaration de cessation de paiements ou dans sa demande d'ouverture de sauvegarde sera d'office présumé déclaré au nom du créancier. Cela met un terme à tous les débats. Rappelez-vous certains débats importants dans l'affaire Belvédère : le débiteur pouvait contester lui-même les créances que manifestement il devait et que manifestement il avait déclarées à la procédure à l'origine. C'était tout à fait incompréhensible, c'était un point de méfiance et de défiance vis-à-vis de la France. C'est donc, là, un grand point d'innovation.

En fait, si nous observons le mouvement général, la loi du 26 juillet 2005 a mis en place un outil efficace, la conciliation, pour inciter les parties à la négociation à la recherche d'una-

nimité dans les accords. C'est la principale innovation de cette loi. En 2008, on a réellement affirmé la procédure de sauvegarde, on a amélioré le fonctionnement des comités de créanciers, on a donné quelques règles importantes telles que l'assemblée unique des obligataires. Par ce mécanisme de comité de créanciers, on a mis un terme au blocage du créancier minoritaire récalcitrant, qui faisait du chantage dans la négociation, de celui qui avec 0,2 % de la dette pouvait faire échec à l'entier dossier ou contraindre un traitement favorable auquel tout le monde se résignait pour ne pas voir l'entreprise déposer le bilan. Les comités de créanciers ont permis de contourner la problématique du tiers minoritaire récalcitrant.

Désormais, toujours dans cette logique de volonté de sauvegarder l'entreprise pour autant qu'elle soit pérenne, il faut sortir de toutes les situations de prise d'otages ou de chantage. Donc il faut apporter une solution à la prise d'otages ou au chantage, y compris de l'actionnaire lorsqu'il n'est pas légitime. Il doit être prioritaire pour proposer une solution. En revanche, s'il ne propose pas de solution ou si sa proposition n'est pas acceptable, il faut laisser à d'autres la possibilité d'en proposer une.

N. C. : Quant au renvoi des travaux et des décisions sur ce point au mois de juillet, faut-il craindre un essoufflement de la dynamique ou, au contraire, est-ce l'occasion de faire passer un certain nombre de messages ? Que peut-on attendre du chantier en cours de rééquilibrage entre les actionnaires et les créanciers ?

H. B. : C'est une bonne chose que le gouvernement ait pris le temps de la réflexion et de la consultation de tous. Il ne faut pas tomber d'un excès à un autre. Par exemple, il ne faut surtout pas affaiblir le processus de conciliation, de négociation et de recherche d'accord unanime. On ne peut pas inciter au redressement judiciaire parce qu'il serait un moyen d'éviction d'actionnaires ou de prise de contrôle forcée. Il faut que la procédure amiable et la procédure de discussion et de conciliation soient plus attractives. Par conséquent, il faut être vigilant.

De plus, il faut admettre que le rôle de l'actionnaire n'est pas une définition purement mathématique. Ce n'est pas le dernier sur l'échelle du droit économique. En tout cas, ce n'est pas que cela. C'est aussi celui qui accompagne l'entreprise, qui doit être capable de prendre une décision stratégique, qui doit se mobiliser pour trouver des financements aux entreprises. Aussi le rôle de l'actionnaire passe-t-il par la qualité de la gouvernance. Les créanciers sont impliqués dans ce mouvement et, aujourd'hui, ils ont beaucoup plus les idées claires et voient l'intérêt de cette gouvernance efficace. À travers les différents dossiers de prise de contrôle, on le voit, les créanciers ont le souci de la gouvernance. Il faut trouver un moyen de pouvoir rester vigilant, pour ceux qui n'auraient pas le réalisme de l'efficacité dans l'intérêt de l'entreprise. Donc oui au rééquilibrage, oui afin qu'il n'y ait pas de situation de prise d'otages de l'entreprise et de l'ensemble des parties en discussion. Non pour tomber d'un excès à un autre, évidemment. Par conséquent, il faut que les plans soient toujours arrêtés à l'aune des critères habituels de la loi sur le maintien de l'entreprise pérenne avec, par la suite, le respect de la signature des uns et des autres et donc des conventions de subordination. À l'origine, les parties ont signé pour se subordonner mutuellement. Il est donc logique qu'elles en tirent les conséquences.

N'oublions pas que toute l'histoire de notre droit des entreprises en difficulté est fondée sur la structure de l'entreprise dirigée par son fondateur actionnaire, qui était lui-même en général le garant personnel des dettes. D'ailleurs, bien souvent la loi confond débiteur et dirigeant. Nombre de textes laissent à penser que leur origine est liée à ce dirigeant actionnaire-fondateur, lui-même caution de l'entreprise. Les sociétés ne fonctionnent pas ainsi aujourd'hui. La sophistication non seulement des financements, mais également des modes de transmission ou de prise de contrôle des entreprises ou encore de développement de la croissance a beaucoup fait évoluer le rôle de chacun. On a les actionnaires d'un côté, le management de l'autre, les créanciers, et cet équilibre-là doit parvenir à une gestion efficace et prudente de l'entreprise. Il faut mettre en place les outils pour éviter les dérives, mais le cumul des casquettes n'appelle pas la même réponse, du point de vue du législateur, que lorsque les rôles de chacun sont parfaitement distribués.

Je me félicite de la réforme. Je regrette qu'il y en ait une tous les deux ans. Cela dit, très franchement, s'il en faut encore une l'année prochaine parce que c'est dans l'intérêt de l'entreprise, il faudra la faire. Nous rattrapons un retard colossal en France. La loi de 2006, c'était hier. Les conventions de subordination sont reconnues depuis 2010. Donc je me réjouis que ce mouvement favorable aux entreprises et à leur financement soit définitivement engagé.

Nous sommes sur le chemin de l'Europe. Nous avons encore quelques attentes fortes. Rien n'est envisagé pour le groupe, alors que le règlement communautaire en cours de réforme le prévoit. Pour les PME, quelques dispositions, qui seraient simples, sont attendues notamment en matière de crédit-bail, principal source de financement des TPE qui ont relativement peu recours au crédit bancaire moyen terme.

Par ailleurs, le droit du travail reste un grand chantier en France. Quelques améliorations majeures ne peuvent pas être passées sous silence parce que – c'est assez révolutionnaire même si personne ne l'a encore identifié –, lorsqu'une entreprise est en difficulté, une modification substantielle du contrat de travail doit être proposée au salarié. Quand il y a deux établissements dont l'un ferme, en l'absence d'accord d'entreprise sur la définition de l'application des critères par bassin d'emploi, il faut proposer à tous les salariés de celui qui ferme le travail de celui qui ne ferme pas. Or nous ne pouvions pas le faire jusque-là ou nous le faisons en perdant à tous les coups, puisque le délai d'acceptation de la proposition de modification du contrat de travail était de trente jours. Même si le salarié vous répondait le vingtième jour, vous ne pouviez pas considérer sa réponse, positive ou négative. En effet, le délai de notification du licenciement est de trente jours, mais à réception de la lettre supposant un envoi à 28 jours, et donc nécessairement vous perdiez devant n'importe quelle juridiction prud'homale, puisque vous deviez licencier avant la fin du délai de réponse sur la modification. La grande modification du texte réside dans le fait que, désormais, dans l'entreprise en difficulté, le délai d'acceptation ou de refus est de quinze jours.

Je voulais absolument citer la déclaration de créances et cette innovation en matière de droit du travail, car ce sont des vraies révolutions en France dans une culture ancienne où l'on considère qu'il ne peut être touché au droit du travail du fait que cela soulèverait le débat du droit commun, alors qu'on est bien sur un droit d'exception.

N. C. : Hélène Bourbouloux a évoqué plusieurs points sur l'évolution et sur la sophistication du financement. À l'heure actuelle, où en est le marché du financement des entreprises en difficulté, Arnaud Pérès ? Les réformes qui se profilent vont-elles le rendre plus fluide, plus profond et à même de répondre aux besoins des entreprises ?

Arnaud PÉRÈS, associé au sein du cabinet Davis Polk : C'est la question centrale. Le financement en période de difficultés, c'est la survie de l'entreprise qui se joue. La comparaison est souvent faite avec l'oxygène : si le financement n'est plus disponible, c'est l'asphyxie.

Les organes de la procédure, le gel du passif, tout cela est très bien, mais s'il n'y a plus d'argent pour financer l'activité, tout disparaît. Le problème est connu depuis longtemps. Les anciens se souviennent de l'article 40 ; c'était la même idée. Aujourd'hui, nous avons une expression un peu plus moderne, celle du privilège de *new money*. C'est le privilège qui est accordé à ceux qui acceptent de financer l'activité en période de conciliation.

Les outils juridiques sont connus et sont disponibles. Ils viennent d'être améliorés par l'ordonnance récente sur deux points. En premier lieu, il s'agit de l'élargissement du privilège de *new money* en conciliation à l'ensemble des concours accordés dans le cadre d'une conciliation homologuée, et non plus simplement dans le cadre de l'accord de conciliation. Selon moi, en pratique, cela pourra concerner les actionnaires qui seraient prêts à financer l'activité en conciliation, en amont de l'accord de conciliation qui serait éventuellement homologué. En second lieu, l'ordonnance dissipe très heureusement une ambiguïté du texte et vient préciser que les concours accordés en conciliation, les créances correspondantes ne peuvent pas être soumises au délai imposé par le plan, c'est-à-dire au report, etc. Il s'agit, là, plutôt d'une précision bienvenue.

Les outils sont là, ils viennent d'être améliorés. Pourtant, on le sait bien, le financement d'une entreprise en difficulté reste le problème numéro un. Je dirais même que c'est presque une tautologie : si l'entreprise se trouve en difficulté, c'est qu'il existe un problème de financement. Les améliorations apportées vont-elles résoudre le problème ? C'est difficile de le dire. Si nous comparons à ce qui existe à l'étranger, nous constatons qu'en France, nous n'avons pas un marché du financement des entreprises en difficulté. Le plus souvent, les solutions de financement observées demeurent adossées aux actifs, dont le bon vieil affectage et autres. Ces formules fonctionnent. Finalement, le privilège de *new money* est assez décevant, en pratique. Quelles en sont les raisons ?

Cette question est extrêmement complexe. Au cœur du problème, nous avons une incertitude sur les délais de la procédure et sur son issue. À mon avis, il faut continuer la politique des petits pas – une réforme ou deux par an – pour donner plus de visibilité, plus de lisibilité. Il est essentiel, dès le départ, dès qu'on est en phase de discussion dans la conciliation ou même avant, d'avoir davantage de visibilité sur l'issue probable de la restructuration. Quelle sera la structure capitalistique, bilancière, etc. ? Quels seront les besoins de financement ?

En bonne partie, si en France on observe une hypertrophie des procédures amiables, c'est bien souvent à cause de la peur de l'étape suivante, qu'on pense plus radicale mais qui est finalement très incertaine, ou de l'issue d'une sauvegarde ou

d'un redressement judiciaire. Si on donne de la visibilité et si on est capable de maîtriser les délais, on aura des effets bénéfiques dès l'origine sur l'efficacité de la procédure de discussion sur la phase de conciliation. Les pistes d'amélioration sont là. J'en cite un exemple. Nous avons tous en tête une procédure très récente qui a défrayé la chronique et qui a duré cinq ans. Il y a eu de multiples procédures judiciaires en France et à l'étranger : redressement, conciliation, sauvegarde, etc. Si on a un privilège de *new money* dès le départ et que la procédure dure cinq ans, l'entreprise a dix fois le temps de périlcliter. Donc ce privilège ne donne rien, il ne sert à rien.

L'outil juridique privilège de *new money* vient d'être amélioré. Il n'y a pas de raison qu'il ne fonctionne pas bien. Si cela reste insuffisant, c'est sans doute parce que nous avons encore trop d'incertitudes sur l'issue et les délais.

N. C. : Vous avez fait le parallèle entre le droit des faillites et la question des faillites bancaires, pour lesquelles le législateur est allé beaucoup plus loin que ce nous voyons arriver sur le droit des entreprises en difficulté en matière d'éviction des actionnaires. Ce précédent est-il pertinent ? Cela est-il l'expression de la tendance sur le plus long terme ?

A. P. : Ce précédent est très intéressant, car il s'agit de droit positif.

Le sujet de l'ordre de priorité entre les actionnaires et les créanciers, d'une part, et parmi les créanciers, d'autre part, est déjà transposé dans la loi bancaire. Cet aspect de la loi est assez méconnu, et ce, injustement. Il s'agit de la loi du 26 juillet 2013, qui traite des résolutions des crises bancaires. Elle donne des pouvoirs assez exorbitants à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), qui est une autorité administrative et pas une juridiction. Donc, c'est une simple autorité administrative qui sera en cas de crise habilitée à prendre des mesures d'urgence, absolument radicales, comme d'annuler purement et simplement le capital et, ensuite, les titres subordonnés. De nombreux autres outils sont donnés à l'ACPR dans cette loi.

S'agissant des crises bancaires, nous avons une dimension systémique. Il s'agit de crises tellement graves qu'il faut agir tout de suite avec des moyens exorbitants. On n'a pas besoin d'outils aussi radicaux pour le droit commun des entreprises en difficulté. On peut très bien conférer cette prérogative à un tribunal, à une juridiction, à l'issue d'une procédure contradictoire ce qui reviendrait à transposer en France ce qu'on appelle aux États-Unis l'*absolute priority rule*. En tout cas, cette règle existe aujourd'hui en matière de résolution bancaire et, selon moi, cela ouvre des pistes intéressantes pour le droit commun des procédures collectives.

Cela rejoint le point précédent. Si, d'emblée, les acteurs, les actionnaires, les créanciers, etc. peuvent comprendre quelle peut être l'issue de la procédure, la phase de discussion, de conciliation, de restructuration au sens le plus large sera simplifiée, fluidifiée et accélérée.

N. C. : Une des manières de focaliser le débat consiste à se pencher sur la question de la valeur des entreprises et sur le fait que la valeur permette d'identifier les créanciers pivots de la procédure collective. Il s'agit de simplifier la prise de décision dans un contexte tendu. Face à cela, nous avons la conception française de l'actionnaire. Hélène Bourbouloux a rappelé que l'actionnaire joue un rôle et qu'à ce titre, il mérite de faire l'objet de considérations particulières. Arnaud Joubert, quel est le point de vue des financiers sur ces questions ?

Arnaud JOUBERT, associé-gérant de *Rothschild & Cie* : Le droit français instaure une sorte de hiatus dans les rangs de subordination des différents créanciers. Contrairement au droit anglo-saxon où l'actionnaire est le dernier créancier ou le créancier le plus subordonné, en France il existe une véritable différenciation entre le créancier le plus subordonné et l'actionnaire qui est là aussi pour exercer la gouvernance, soutenir la société, l'aider à lever des financements. Cela implique pour les entreprises en difficulté qu'en France, nous nous retrouvons souvent avec des sociétés où la créance pivot n'est pas l'*equity*. Ce ne sont pas des actions, mais la dette senior ou la dette subordonnée.

Encore aujourd'hui, même si un pas important a été franchi avec la réforme, nous avons un pouvoir de nuisance laissé entre les mains d'actionnaires, qui impose trop de difficultés dans la restructuration des dossiers. En effet, autour de la table, même si le *stakeholder* est totalement en dehors de la monnaie, il est celui qui, *in fine*, doit avaliser ou non un plan proposé par des créanciers ou par la société et qui doit autoriser sa dilution.

En fin de compte, c'est la société qui en pâtit parce que tout cela rend les négociations complexes. Nous pouvons nous retrouver face à des actionnaires de mauvaise foi qui font traîner des dossiers, qui cherchent à extorquer de la valeur, ce que les Anglo-Saxons appellent un « pourboire », mais ce peut être beaucoup plus qu'un pourboire. Je vais vous en donner une illustration très simple.

Quand le dossier Belvédère est entré dans une phase constructive de restructuration, après l'ouverture du redressement judiciaire en mars 2012, il a fallu plus d'un an pour mettre en œuvre une restructuration qui a été négociée en trois semaines entre la société et ses créanciers. Cela faisait cinq ans que la société ne parvenait pas à se mettre d'accord avec ses créanciers. Il a fallu trois semaines de négociations pour trouver un accord. Belvédère étant une société cotée, il n'y avait pas de représentant des actionnaires autour de la table. Quand il a fallu discuter du niveau de dilution qui allait être imposé aux actionnaires, cela a pris cinq minutes ; il n'y avait personne pour le négociateur. Les créanciers ont estimé qu'il fallait laisser quelque chose aux actionnaires, faute de quoi leur accord ne serait pas obtenu. La société a dit la même chose. Au regard des précédents en France (Eurotunnel, Technicolor), nous avons estimé qu'il fallait laisser entre 10 % et 15 % aux actionnaires, ce qui est trois à quatre fois supérieur à ce que les Anglo-Saxons laissent. Ensuite, cela a pris six mois pour faire imposer cet accord aux actionnaires. Il a fallu beaucoup de contorsions juridiques et beaucoup d'innovation pour l'imposer, les actionnaires n'en voulant pas. *In fine*, il a fallu passer sur le corps des actionnaires et trouver des failles dans leur préparation juridique pour leur imposer cet accord. En tout, sa mise en œuvre a nécessité un an.

Au même moment, dans un autre pays de l'Union européenne, en Pologne, la société CEDC, qui fait exactement le même business que Belvédère – elle produit de la vodka et la vend en Europe de l'Est et aux États-Unis – et qui était cotée outre-Atlantique, a pu passer par un *Chapter 11*. Entre le moment de l'ouverture des négociations et leur conclusion, à peu près quatre mois se sont écoulés. La société avait à peu près le même niveau d'endettement ; elle était à quinze fois son EBITDA. Les actionnaires étaient totalement en dehors de la valeur et il leur a été laissé zéro.

C'est un peu extrême, mais, par cet exemple, je veux montrer que le management, les *stakeholders* de CEDC ont passé quatre à six mois à discuter de cette restructuration et la société en est sortie avec un bilan assaini et un management prêt à repartir sur le chemin du développement. Si je passe outre les quatre premières années de Belvédère et que je me concentre uniquement sur la partie constructive de la négociation, il a quand même fallu un an et beaucoup de travail juridique pour passer outre les problématiques de subordination – problématiques entre les créanciers senior et les créanciers junior. Comme nous n'avions que des créanciers obligataires, nous étions obligés de faire voter dans une seule assemblée, alors qu'il y avait des senior et des junior. Même si les junior n'étaient pas dans la valeur, nous étions obligés de les faire voter. La chance a voulu que ces derniers représentent moins d'un tiers de la totalité des obligataires, donc le plan leur était imposé par les créanciers senior. Nous aurions été très embêtés si les créanciers junior avaient représenté plus d'un tiers des obligations, en quantum de créances.

Le sujet de la valeur n'est pas encore complètement reconnu par le droit français, même si les praticiens le font admettre dans les négociations. Aujourd'hui, dans des dossiers de place importants, depuis l'instauration de la sauvegarde, nous ne pouvons plus avoir un créancier qui s'oppose à tout et qui bloque un processus ; avec une majorité de deux tiers, nous pouvons faire un *deal*. Aussi la réticence de la part des investisseurs anglo-saxons à acheter des créances de sociétés françaises est-elle bien moindre. Maintenant autour de la table, nous avons des personnes habituées aux pratiques anglo-saxonnes et qui ont cette logique de valeur en eux, même si elle n'est pas totalement reflétée dans le droit. Nous arrivons à mettre en œuvre de façon pratique des restructurations qui tournent autour de : qui est dans la valeur et qui ne l'est pas ?

Il faut réussir à traiter le sujet des actionnaires, même si, dans l'immense majorité des cas, ils sont responsables ; soit ils acceptent de participer à la restructuration, soit ils acceptent de déposer les clés et de laisser les créanciers s'emparer de la société.

N. C. : Xavier Hubert, sentez-vous un encouragement pour les démarches ordonnées par les pouvoirs publics ? Avez-vous des partenaires de place qui vont permettre à tout cela d'aboutir ?

X. H. : Nous sentons des encouragements, sûrement. C'est intéressant. Tout le débat, qui a été introduit par l'interrogation sur la mise en place possible en France d'un mécanisme de cession forcée des actionnaires, a montré qu'en réalité, nous avons des lignes de partage assez surprenantes. D'un côté, nous avons la discussion très juridique relative à l'actionnaire dans le droit français, selon une certaine conception l'actionnaire est positionné sur un socle duquel nul ne peut le faire descendre. Vision parfois accompagnée d'une image du créancier singulière. J'ai même entendu évoquer, devant les professionnels du droit des entreprises en difficulté une description du créancier malin, habile et renard, capable par roublardise de déstabiliser l'actionnaire naïf. Un autre enseignement est qu'en France tous les financeurs ne sont pas tous prêts à une telle mesure, à s'approprier un mécanisme qui peut changer le rapport à l'entreprise en difficulté et à sortir de l'approche balzacienne d'un droit de la faillite.

C'est, là, un grand paradoxe national, même si je ne suis pas certain qu'un tel état d'esprit soit totalement représentatif de l'ensemble des banques et des financeurs français. Mais nous

avons eu le retour de certains membres, partenaires bancaires français qui, en fait, sont très réticents à ce mécanisme, qu'ils trouvent compliqué et qui se demandent si c'est bien le rôle du créancier bancaire de rentrer dans une telle stratégie.

Des réticences s'expriment de part et d'autre mais des soutiens également. À mon avis, le débat transcende beaucoup les postures et partitions un peu caricaturales sur une dichotomie créancier versus actionnaire. Les solutions que nous envisageons, sur lesquelles nous travaillons veulent rompre justement avec cette vision binaire.

Premièrement, quand nous réfléchissons sur la manière dont le mécanisme de cession forcée se prévoit, la priorité est toujours à la direction et à l'actionnariat en place, la dilution et la cession ne sont que des mesures extrêmes dès lors qu'il n'existe aucune autre alternative que la cession des actifs et la liquidation de la personne morale

Deuxième idée majeure, un plan de continuation est toujours préférable à un plan de cession des actifs. Le plan de continuation est le seul qui protège le mieux le triptyque activité-emploi-créances privées et publiques, j'insiste sur ce dernier point les créances publiques sont mécaniquement mieux protégées par un plan de continuation. Versus la cession des actifs qui au mieux protège l'activité et une partie des emplois et jamais les créances privées et publiques. En effet, la réflexion sur la notion de cession forcée accompagnant la mise en place d'un plan de continuation, prend en compte la question des créances publiques. En ces temps aussi difficiles sur le plan budgétaire, l'État regarde un peu différemment toutes ces créances qui existent auprès d'entreprises et qui, la plupart du temps, sont anéanties dans le cadre de cession d'actifs et de liquidation.

Troisième aspect, nous nous situons dans l'hypothèse où la direction de l'entreprise, donc l'actionnariat, n'a pas les moyens ou n'a pas la capacité de mettre en place un plan de continuation. Nous nous retrouvons donc alors dans le cas de figure prévu par notre Code du commerce, où la seule alternative pour l'administrateur et le juge est la cession partielle ou totale des actifs ou la liquidation. Donc, nous sommes dans une hypothèse où, de toute façon, l'actionnaire est juridiquement et économiquement condamné irrémédiablement à disparaître, que ce soit immédiatement parce que le tribunal va tout de suite convertir en liquidation, soit dans les semaines ou les mois à venir avec une cession des actifs suivie d'une liquidation. En conséquence, son devenir en tant qu'actionnaire n'est plus. Paradoxalement, par un mécanisme de cession forcée des actions, nous offrons à l'actionnaire de sortir d'une entreprise, le cas échéant en payant un prix, alors que nous sommes dans un contexte dans lequel, il n'y a pas d'autre issue possible et la valeur économique de l'action est nulle. Dans ces conditions, cette procédure vous offre un salut, rémunéré de surcroît.

Nous sommes dans un cas de figure extrêmement précis qui exclut toute expropriation au sein d'une société *in bonis*. Nous sommes vraiment dans l'hypothèse où il n'existe pas d'alternative. La seule possibilité est la cession forcée partielle ou totale des actifs ou la liquidation avec, le cas échéant, cession des actifs. Dans une telle hypothèse, il est nécessaire que notre droit permette une cession forcée sous le contrôle du juge et dans certaines hypothèses juridiques.

Pour le ministère du Redressement productif, nous avons besoin des deux mécanismes. Le premier est la dilution par

conversion de créances, ce qui me semble préférable parce que c'est moins violent en termes juridiques et économiques à l'égard de l'actionnariat qui, certes, est dilué mais demeure dans la structure, c'est une « quasi-clause » ou plutôt un instrument de retour à une meilleure fortune actionnariale. Deuxièmement, en cas de blocage, la cession forcée des titres des actionnaires de contrôle permet de faire entrer des tiers, notamment créanciers financiers. Nous privilégions l'entrée d'investisseurs financiers déjà créanciers. Mais nous ne demandons pas à la banque de rentrer directement, là aussi des structures *ad hoc* sont possibles mais toujours avec le même impératif : la mise en place d'un plan de continuation. Nous ne sommes pas du tout dans l'idée de faire des allers-retours très rapides, nous prévoyons un mécanisme d'obligation de demeurer dans le capital pendant X années, etc.

Aujourd'hui, nous avons besoin de rééquilibrer notre droit sur ces deux aspects. L'idée n'est pas de dire que l'actionnaire est le mal absolu, il faut le sortir. Au contraire, les actionnaires sont les créateurs d'entreprises, de projets, de richesses et d'emplois. Comme financeurs, ils constituent le terreau de notre économie entrepreneuriale en France et cela nous devons le protéger. Mais d'un autre côté, il ne faut pas oublier également que nous avons aussi des créanciers qui sont également des financeurs et que de part leurs actions, ils sont aussi nécessaires à notre économie, c'est un tout. Le fait d'effacer une créance par la cession forcée des actifs ou par la liquidation peut être regardée et doit être regardée également, comme une atteinte au droit de propriété. Juridiquement le juge peut vendre une filiale société commerciale détenue à 100 % sur une simple décision dans le cadre d'une cession des actifs. Jamais il a été envisagé que cette possibilité constituait une atteinte au droit de propriété de l'actionnaire qui a été placé en redressement judiciaire. (...)

Je vous invite à regarder une décision du Conseil constitutionnel qui a beaucoup défrayé la chronique la semaine dernière, relative à l'économie réelle, dite « loi Florange ». Il y a eu beaucoup de commentaires sur cette décision, mais je trouve que la plupart avait un aspect purement politique. En réalité, la décision comporte deux choses extrêmement intéressantes et me semble plus équilibrée que les commentaires portés d'un côté ou de l'autre. Premièrement, le Conseil constitutionnel a déclaré conforme à la Constitution le fait d'imposer à une entreprise de rechercher un repreneur dès lors qu'elle entend fermer un établissement. Deuxièmement, quant au mécanisme qui était censuré par le Conseil constitutionnel, il est précisé « *dès lors qu'il ne s'agit pas d'une entreprise en difficulté* ». Sur ces deux points, la décision est extrêmement intéressante car *a contrario* une porte est ouverte par le Conseil permettant une atteinte à la liberté d'entreprendre. Le Conseil nous donne une ligne de conduite : dès lors que nous sommes en présence d'une entreprise en difficulté, il est possible d'envisager de nouveaux mécanismes sur lesquels le Conseil aura à se pencher et à faire avancer sa jurisprudence.

N. C. : Avez-vous des questions à poser ?

Jacques RACHIN, BNP Paribas : Ma première question s'adresse à Hélène Bourbouloux. Je souhaiterais connaître son point de vue sur le droit des créanciers concurrentement avec le débiteur de présenter un plan.

Ma seconde question est destinée à Xavier Hubert. Quand on regarde le texte concernant le *Prepack*, on observe un certain flou. Soit on le considère comme un élément de confort permettant aux créanciers qui discutent, dans l'hypothèse où la

conciliation n'aboutirait pas, de savoir comment la société en sortira en procédure. Soit on le considère, au contraire, comme l'objectif de cette conciliation : décider de façon autoritaire une sortie par voie de cession. Mais alors, je n'ai pas vu le dispositif qui permettrait de l'imposer à une procédure collective. Des textes sont-ils prévus dans le cadre des décrets ?

X. H. : Ce que vous soulignez à propos du *Prepack* est vrai. Nous avons une contradiction juridique à gérer. Nous avons les deux idées : céder sans contraindre ou céder autoritairement. Le problème de céder sous la contrainte, imposer une cession – cela renvoie au débat sur l'aspect constitutionnel du droit de propriété d'une entreprise qui n'est pas en difficulté. En conciliation, je n'ai pas une entreprise juridiquement en difficulté, même si économiquement c'est discutable. Donc je ne peux pas mettre en place un mécanisme de cession forcée. Pour pouvoir entrer sur un mécanisme de cession forcée dont la conciliation serait la phase préparatoire, il faut prononcer le redressement judiciaire, ce qui implique la constatation de la cessation des paiements.

Dans l'idéal type, nous considérons qu'il convient d'utiliser la conciliation comme une phase préparatoire importante à la mise en place d'une cession, pour, le cas échéant, entrer en redressement judiciaire et terminer la procédure de cession en deux-trois mois maximum. Le débat en fait, qui reflète les débats juridiques existants, porte sur la notion de cessation des paiements. Au ministère du Redressement productif nous voulons aller plus loin et prévoir un mécanisme qui permette de prononcer un redressement judiciaire sans constatation obligatoire d'une cessation des paiements, mais de difficultés : être en *Prepack* puis initier une cession forcée le cas échéant. Ce que vous soulignez est vrai, mais nous rencontrons quelques obstacles juridiques qui retardent la mise en œuvre de ces mécanismes.

H. B. : Pendant très longtemps, on reprochait une certaine opacité aux procédures collectives et à leur utilisation. La loi de 1994 puis les améliorations avaient pour objet de faciliter la transparence. Donc la contrepartie de l'insuffisance d'actifs, qui est la conséquence quasi systématique au plan de cession, était la transparence, un appel d'offres public, une capacité pour tous les tiers de faire une offre, un processus de dépôt des offres, de discussion des offres, de convocation avec des délais raisonnables, l'accès aux offres par les IRP, par les créanciers contrôleurs, etc. Tout cela est très bien pour favoriser la transparence et montrer aux créanciers qui ne seront pas payés, qu'on a quand même cherché la meilleure des solutions. La contrepartie en est que cela prend un certain temps qui nuit parfois totalement au sauvetage de l'entreprise.

En conséquence, nous ne pouvons que nous réjouir de ce pragmatisme qui consiste à dire que les procédures de prévention ne sont pas que des procédures d'anticipation, mais aussi de préparation. C'est une bonne chose. En revanche, il est difficile de ne pas imaginer qu'on passe néanmoins par une procédure collective tant que des créanciers ne seront pas payés. À mon avis, le seul moyen de l'éviter serait que les seuls affectés soient ceux qui le décident. Ainsi, si les créanciers parties à la conciliation font le choix du plan de cession, éventuellement – nous en sommes très loin – du paiement de prix par compensation avec leur dette. Même si cela existe à l'étranger, en France nous avons deux obstacles : le montant du privilège de l'AGS et, dans certains cas de figure, le privilège général des créanciers publics qui, aujourd'hui, de

meilleur rang, font obstacle à des paiements par compensation qui seraient donc préférentiels.

Si ces deux obstacles de rang privilégié et prioritaire de créances sont résolus, nous pouvons imaginer des choses plus efficaces que la prise de contrôle non pas par le capital mais par les actifs, en contrepartie de paiement par compensation avec la dette.

Néanmoins, un certain nombre de créanciers dans ce schéma seraient laissés sur le carreau. Curieusement, ce ne sont pas ceux que les créanciers souhaitent y voir. Finalement, les super senior de la procédure amiable sont les chirographaires qui n'ont dans la procédure collective d'élégant que le nom. Tout le monde est d'accord pour dire que les super senior de la procédure amiable sont les fournisseurs. Il ne faut pas que les fournisseurs, les clients, les collaborateurs soient affectés par la situation parce qu'on veut protéger les opérations. Or une fois qu'on est en procédure collective, le salarié reste le super senior et le fournisseur, sauf s'il peut faire jouer une clause de réserve de propriété – ce qui n'est pas neutre – ou un droit de rétention, est bien le dernier des mohicans et, la plupart du temps, ce n'est pas ce que souhaite le créancier financier. Donc une architecture complète serait à revoir pour permettre un mécanisme de plan de cession différent.

Quant à votre question relative à la présentation de plan par les créanciers, le mouvement existe déjà. En amiable, les quelques dossiers de prise de contrôle par les créanciers et de *lender led* ne peuvent pas se faire sans le soutien de l'entreprise. À ma connaissance, à chaque fois que les créanciers ont pris le contrôle, ils l'ont fait avec le soutien des dirigeants de l'entreprise. L'expression de « plan concurrent » ou de « plan autonome » lorsqu'il n'existe pas d'autre solution est tout à fait satisfaisante.

Il faudra bien en comprendre la motivation des créanciers à proposer un plan concurrent. Je vois deux cas de figure possible. Dans un premier cas de figure, il s'agira pour les créanciers d'inciter l'actionnaire à faire un plan sérieux, décent, acceptable, équitable. Dans ce cas de figure, nous aurons des créanciers qui vont faire valoir qu'ils sont aussi capables de faire un plan, en espérant surtout qu'il ne soit pas retenu. On observe également cela dans un certain nombre de dossiers avant ouverture d'une procédure collective dans lesquels les créanciers se sentent tout à fait à l'aise pour prendre les clés, orienter l'entreprise, la piloter. Il nous appartient d'identifier s'il s'agit d'une prise de contrôle pour maîtriser les conditions dans lesquelles les créanciers pourront sortir du dossier, auquel cas, il existe d'autres manières d'y parvenir que la prise de contrôle, ou s'il s'agit pour les créanciers d'adopter une logique d'actionnaire et de prendre le contrôle de l'entreprise afin de l'accompagner. L'objectif est alors de capter une quote-part de la richesse créée grâce à la mise en place d'un *business plan*. Il nous faut être vigilant sur la qualité de la gouvernance.

Dans un deuxième cas de figure, un plan est fait pour montrer à l'actionnaire que ce dernier ne peut pas maintenir l'entreprise dans une situation qui est au final très inéquitable pour les créanciers.

Le premier écueil va donc être lié à la motivation de l'origine de la proposition du créancier. Le second écueil sera celui des plans concurrents. Ce que M. Hubert et ce que nous venons d'évoquer, c'est la situation de l'actionnaire qui prend l'entreprise en otage parce qu'il ne vote pas une solution satisfai-

sante pour l'entreprise, au motif de prendre tout le monde en otage dans une situation inacceptable.

Je crains beaucoup l'hypothèse où tout le monde aura de bons projets de plan pour l'entreprise. Tout le monde aura une bonne solution, mais celle que chacun portera lui sera préférable. Par conséquent, l'arbitrage en fonction des critères retenus pour déterminer le meilleur plan à retenir. Les critères de la loi ne nous semblent pas changés : c'est le maintien de l'activité, pérenne, avec le paiement des créanciers qui est le troisième objectif. De quels créanciers s'agit-il ? Parle-t-on des créanciers qui, du point de vue de la société opérationnelle, sont finalement ses actionnaires parce qu'ils sont les *stakeholders* des holdings ? Parle-t-on des créanciers directement de la société opérationnelle ? Dans ce cas de figure, ce sont des créanciers financiers ayant permis à l'entreprise d'investir, etc. ? Ce sont des créanciers très différents.

Pour ma part, je crains beaucoup plus le débat en matière d'évaluation de la qualité d'un plan. Dans certains cas de figure, cela pourra se faire par la valeur. Dans d'autres cas, cela se fera par rapport à la stratégie, à la pérennité et on rentre, là, dans des domaines beaucoup plus subjectifs, dans lesquels j'ai une certaine sympathie pour que les tribunaux de commerce soient ceux qui évaluent – plutôt que des magistrats professionnels moins aguerris à ce type d'évaluation. Pour moi, les difficultés se situent là. En revanche, je suis évidemment favorable à ce que les créanciers puissent proposer des plans pour trouver des solutions.

S. V. : Pour rebondir sur la question de plans mis en concurrence, ne peut-on pas dire que nous sommes arrivés au bout de la logique suivie par le droit français ? Le fait qu'on refuse en droit français que la valeur d'entreprise soit l'élément central pose particulièrement problème, en présence de plans satisfaisants, car au bout du compte la question est : quelle est la valeur d'entreprise retenue ? Le fait qu'on refuse en droit français de prendre en compte la valeur fait que le juge n'aura pas la capacité de trancher, contrairement au juge américain par exemple, puisqu'il n'a pas la possibilité de trancher le débat sur la valeur. C'est là où nous allons peut-être nous retrouver dans une impasse.

H. B. : C'est une vision purement financière que d'évoquer la valeur. Un certain nombre de dossiers pourront retenir la valeur comme critère. D'autres dossiers ne seront pas sur ce critère-là. Quant à un critère consistant à évaluer la capacité de mettre en œuvre un *business plan* avec des restructurations sociales, avec des fermetures de sites, d'abord je ne suis pas sûre qu'il y ait beaucoup d'appétit pour que les créanciers en soient les acteurs.

D'ailleurs, il est assez intéressant de regarder parmi la liste des participants quelles sont les banques françaises représentées à cette conférence. Dans cette salle, il y a ceux qui sont tout à fait ouverts à un débat. Tout à l'heure, M. Hubert évoquait ceux qui ne le sont pas ; ils ne sont pas dans la salle. Au sein même des pools de créanciers, la dichotomie est importante parce qu'un certain nombre de prêteurs sont marqués par une culture de la responsabilité actionnariale ou par la réputation et ils ne veulent absolument pas se trouver dans cette situation-là.

La question de la valeur, oui pour certains dossiers, mais pour d'autres ce ne sera pas la valeur. Ce sera la capacité d'accompagner une entreprise dans sa pérennité. Puis, avec la reconnaissance des conventions de subordination, nous ne

serons pas loin de la valeur dans l'analyse du Tribunal. Certes, nous avons pris un cuisant échec avec les TSS dans l'affaire Technicolor. Cela a marché, mais pas pour les raisons qu'on imaginait. On a bien tenté de dire, parce qu'on ne pouvait voter qu'avec une valeur limitée au droit à intérêt actualisé par une conception très moderne du démembrement du titre de créance, entre un titre de fonds propre (la partie nominale du TSS) et un titre de dette (la partie actualisée des intérêts). La cour d'appel et la Cour de cassation sont venues nous dire que c'était malin, mais ont répondu « non » : c'est d'abord un titre obligataire. La cour d'appel puis la Cour de cassation ont estimé qu'il faut voter avec la valeur nominale, ce qui était une aberration. Finalement, il a été jugé par le recours à la théorie du vote utile, que même si l'on avait voté avec la valeur nominale, cela n'aurait pas changé le sens du vote, et le plan a été validé. Enfin, on imagine assez mal qu'on ait pu invalider un plan avec des acteurs qui, pour autant, avaient une créance nulle. Donc la question de la valeur, oui, et je suis confiante que, par la reconnaissance des conventions de subordination, va se poser nécessairement la question de la valeur.

A. J. : J'ajoute un élément, que mentionnait M. Hubert tout à l'heure en déclarant que, souvent, les créanciers ne souhaitent même pas être actionnaires. Par conséquent, il est légitime que les actionnaires restent en place. Selon moi, cette analyse fait abstraction de l'évolution, de la financiarisation du monde de l'entreprise en difficulté. Nous avons une occasion importante en France aujourd'hui : la quantité disponible dans ce segment du monde de l'investissement, notamment aux États-Unis. Nous avons la capacité d'attirer des acquéreurs de créances, qui sont tout à fait capables et désireux d'être actionnaires, qui savent exercer leur droit de gouvernance, ce que la plupart des banques françaises ne souhaitent pas faire et, quand elle le font, cela aboutit à des désastres. J'ai en tête un dossier en imprimerie où nous terminons avec des sociétés qui ne sont pas gérées. Pouvoir autoriser ces créanciers à devenir actionnaires et à exercer leurs droits, c'est ouvrir la porte à des flux d'argent significatifs qui peuvent aider aussi à redresser des entreprises en difficulté.

N. C. : Sophie reviendra sur ce sujet dans le cadre de la seconde table ronde.

Dimitri SONIER, avocat : Je voudrais parler des petites entreprises et des petites PME qui constituent le tissu économique majoritaire de notre pays. Aujourd'hui, elles ne peuvent pas bénéficier de procédure de prévention. Comme l'a affirmé M. Hubert, 75 % d'entre elles vont directement en liquidation judiciaire. Puisqu'on est en train d'étendre la sauvegarde financière accélérée à la sauvegarde accélérée, je souhaiterais savoir pourquoi on conserve des critères de chiffre d'affaires et de taille d'entreprise pour exclure une partie de ces entreprises de ces mécanismes de prévention.

H. B. : D'après ce que je sais, le mouvement va dans le bon sens, puisque les seuils ne sont pas encore fixés et sont renvoyés à un décret. Le mouvement qui s'annonce vise à dire que, lorsqu'une entreprise sollicitera l'ouverture d'une sauvegarde accélérée, à l'occasion du jugement d'ouverture le tribunal imposera la création des comités. Cela signifie que, quelle que soit sa taille, l'entreprise, pour autant qu'elle soit éligible à la sauvegarde accélérée, bénéficiera de comités. Cela préfigure déjà que les seuils vont se situer très en-deçà de ce qu'il en est actuellement.

De plus, la volonté en la matière est de tester un peu parce que le problème pour les TPE réside dans le fait que l'essentiel de

la dette est une dette publique. Cette dernière n'est pas traitée en comité. Cela pose problème également en prévention parce que l'obstacle majeur à la prévention pour les TPE est qu'il y a très peu de dette bancaire et que le principal partenaire avec lequel on négocie en prévention est le créancier public. En conséquence, pour obtenir des délais auprès de la CCSF ou des différents organismes publics, il n'est pas forcément besoin de la prévention.

Un autre obstacle rencontré pour les TPE est la qualité de l'information comptable. En effet, quelle que soit la taille de l'entreprise, pour aborder n'importe quelle négociation, même dans la micro-entreprise, il nous faut une balance, à savoir où l'on en est, une compréhension des raisons pour lesquelles on en est là et un prévisionnel pour savoir comment on en sort. Malheureusement, la pratique des petites entreprises en France est d'avoir une certaine distance avec la mission de l'expert-comptable. Aussi la pratique, consistant à lui donner le classeur à l'année afin que, trois mois plus tard, il fasse la liasse fiscale, ne permet pas d'avoir une photographie de l'entreprises à l'instant T, et ce d'autant plus qu'au moment où l'on en a besoin, en général les honoraires n'ont pas été payés. Par conséquent, on attend trois mois de plus pour avoir l'état des lieux. C'est une réalité. D'ailleurs, on peut saluer l'initiative du passeport santé entreprise sur l'assurance, qui permet au moins de payer les honoraires d'expert-comptable et d'avoir une solution.

Pour les PME, la vraie innovation serait de considérer que le crédit-bail n'a pas de raison d'être différemment traité que le créancier gagiste dans le cadre d'un prêt à moyen terme. Pourquoi, lorsque BNP ici présente finance une machine en moyen terme, à cinq ans, avec un gage sur la machine, cela fait-il l'objet du gel du passif, des délais du plan, de la négociation en comité et, lorsque sa filiale BNP Lease finance la même machine sur un crédit-bail à cinq ans, paie-t-on les échéances en période d'observation ? Pourquoi n'a-t-on aucun moyen de renégocier le crédit-bail, y compris en plan de cession ? Pourquoi le repreneur est-il tenu de supporter le crédit-bail ? Or le crédit-bail est le mode de financement des PME en France, en tout cas de celles qui comptent jusqu'à une vingtaine de salariés. Il suffit de déclarer que le fait générateur du crédit-bail est la mise à disposition de ce bien, de même qu'on dit que le fait générateur du prêt est la mise à disposition des fonds. À ce moment-là, on fait rentrer tout le crédit-bail dans le passif, qui a déjà l'obligation de déclarer au passif. Donc on n'est pas sur quelque chose de révolutionnaire. En revanche, on sauvegarderait des PME avec des vrais plans, parce que le plan de cession est très peu efficace pour elles. L'ensemble des créanciers est assez d'accord pour favoriser les plans de continuation pour les PME comptant jusqu'à une vingtaine de salariés. En faisant cela, on améliorera très significativement le traitement et on aura peut-être même l'intérêt d'avoir des procédures de prévention pour les PME.

N. C. : Pour avoir beaucoup travaillé là-dessus, je confirme que le créancier public est le principal créancier et qu'il est aujourd'hui très mal équipé et très mal organisé pour pouvoir interagir avec son débiteur dans le cadre d'une procédure de prévention.

La séance est suspendue à 10 h 30.

II. Perspectives à attendre de la réforme des entreprises en difficulté

L'animation de la table ronde est assurée par Sophie Vermeille

La séance a repris à 11 heures.

Sophie VERMEILLE, présidente de Droit & Croissance : En introduction de cette seconde table ronde, j'ai choisi d'insister sur trois points :

- la question des nouveaux acteurs non régulés qui jouent de plus en plus le rôle de créanciers financiers dans la restructuration ;
- la question du redressement versus liquidation, qui sont les deux faces d'une même pièce. On s'oriente aujourd'hui vers la préservation de l'entreprise, mais pas nécessairement de l'entité juridique pour elle-même ;
- la question de l'importance grandissante du rôle des créanciers dans la gouvernance des entreprises.

Je vais vous proposer de réaliser un saut en analysant les évolutions survenues aux États-Unis ces dernières années et d'entamer une réflexion au regard des évolutions que nous connaissons en Europe. Ensuite, nous en tirerons quelques éléments de comparaison.

Le premier point concerne le marché des entreprises en difficulté. Nous remarquons la présence de nouveaux acteurs. Les causes sont multiples :

- l'évolution du marché de la dette, la part grandissante des *leveraged loan* et de la dette *high yield*, c'est-à-dire des émissions obligataires à haut rendement ;
- un changement de règles comptables, l'adoption du *mark to market* a pu provoquer une multiplication des transferts de créances, de nouveaux acteurs sont apparus ;
- l'accumulation de capital dans ces véhicules qui ont choisi de se spécialiser sur le segment du *distressed*.

Il est intéressant de regarder cette évolution aux États-Unis grâce aux nombreuses études académiques. J'ai donc pris quelques exemples. Ainsi, les fonds de *private equity* et les *hedge funds* sont présents dans 90 % des restructurations américaines¹. C'est un peu logique compte tenu du fait que le montant de la dette a explosé au cours des vingt dernières années, passant de 70 milliards de dollars en 1998 à 867 milliards de dollars en 2007². Le nombre d'actifs sous gestion dans ces fonds est passé de 10 milliards de dollars en 1998 à plus de 200 milliards de dollars en 2007³. Nous voyons cette évolution venir en Europe.

Comment ces investisseurs interviennent-ils ? Mathieu Guillemain nous en dira un peu plus pour ce qui est de

-
- 1 W. JIANG, K. LI, and W. WANG, 2012, *Hedge Funds and Chapter 11*, Journal of Finance 67, 513-559.
 - 2 E. ALTMAN, 2007, Are Historically Based Default and Recovery Models in the High-Yield and Distressed Debt Markets Still Relevant in Today's Credit Environment ? Bank i Kredyt, No. 3, pp. 3-10, 2007.
 - 3 HedgeFun.net, Strategy Focus Report, 2007.

l'Europe et plus particulièrement de la France. En tout cas, aux États-Unis, nous remarquons que, dans 25 % à 30 % des situations, ces investisseurs développent une stratégie de *loan to own*⁴, c'est-à-dire qu'ils achètent dans un premier temps des créances douteuses auprès des prêteurs initiaux, puis dans un second temps, ils décident de prendre le contrôle de l'entreprise en provoquant une conversion de la dette en actions.

Qu'en est-il de l'Europe ? Nous en discuterons. Pour l'heure, je voulais juste souligner l'évolution du marché obligataire *high yield* qui a plus que doublé l'année dernière⁵. Nous sommes en phase de désintermédiation bancaire en France. L'afflux de papier lié à la politique monétaire accommodante a incité beaucoup d'investisseurs à rechercher du rendement grâce au marché *high yield*. C'est ce qui explique cette évolution. Nous verrons que cette recherche du rendement par les investisseurs entraîne de nombreux changements. Ce n'est que le début. Il faut s'attendre à des changements beaucoup plus profonds dans le futur.

Le deuxième point sur lequel je voulais insister en introduction porte sur l'issue de la procédure. Nous remarquons deux évolutions un peu différentes de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, la procédure collective est née du *receivership* au moment de la faillite des chemins de fer à la fin du XIX^e siècle. Très rapidement pour les dossiers de taille importante, les États-Unis ont préféré la voie du redressement et l'organisation du transfert du contrôle à travers une procédure de sauvetage de l'entité juridique, en permettant le *cram down*, à savoir l'éviction des actionnaires mais aussi des créanciers selon l'ordre de priorité. Outre-Atlantique, les experts constatent cependant depuis dix ans un mouvement vers la cession d'actifs, grâce à la section 363 du *Chapter 11*. Plus de la moitié des *Chapter 11* sont en fait des plans de cession⁶ ; il n'y a pas approbation d'un plan en tant que tel. Dès lors que la sauvegarde de l'entreprise le justifie, on procède à un transfert du contrôle dans des conditions très rapides au profit des créanciers *senior secured*.

L'intervention de Laurent Assaya permettra de revenir sur les cessions accélérées en Europe.

Du point de vue des économistes, dont je me ferai l'avocat un instant, peu importe qu'il s'agisse d'une liquidation ou d'un redressement. Ce qui compte, c'est la préservation de l'entreprise. L'idée de céder les actifs est une solution finalement similaire à celle du redressement de l'entité judiciaire, l'objectif étant de préserver la valeur d'entreprise.

En Europe, nous remarquons une tendance un peu inverse à celle des États-Unis. Nous avons initialement préféré un système prévoyant comme seule option la liquidation judiciaire entraînant des destructions de valeur importantes. Peu à peu, nous nous sommes organisés pour mettre en place des solutions de redressement de l'entité juridique afin de permettre la préservation de l'entreprise.

Si nous regardons très rapidement où en sont nos voisins, au Royaume-Uni, le *Scheme of arrangement* a fait évoluer la

pratique. En Allemagne, depuis deux ans, une nouvelle loi permet l'éviction des actionnaires. Récemment, en Espagne, nous avons également une évolution. En France, il existe encore des résistances à ce sujet.

Le troisième point sur lequel nous allons insister, en particulier grâce à Douglas Rosefsky, porte sur l'idée selon laquelle, la dette étant de plus en plus importante dans le bilan des entreprises, les créanciers sont amenés à jouer un rôle un peu différent dans la gouvernance d'entreprise. Cette situation provoque indirectement des changements importants pour l'entreprise. Ainsi, le *turnover* des CEO augmente. Les statistiques que nous pouvons trouver sont intéressantes : la rupture d'un *covenant* entraîne une augmentation du risque de changement de dirigeant de plus de 60 %⁷ ; 70 % des CEO sont remplacés dans les deux ans précédant l'ouverture d'un *Chapter 11*⁸ ; un *chief restructuring officer* (CRO) est présent dans 23 % des entreprises de taille importante qui rentrent en *Chapter 11*⁹.

Il est un autre point, encore assez inconnu en France : à partir du moment où l'on se situe dans une logique de préservation de l'entreprise, peu importe l'actionnaire, il faut s'assurer les conditions du soutien du management et des salariés au projet. Cela passe par les *key retention plans* (KERPS) qu'on observe dans 39 % des cas dans les grandes entreprises aux États-Unis¹⁰ et qui concernent 2 % des salariés pour des montants compris entre 30 % à 70 % des salaires¹¹. L'idée consiste à dire que, si la restructuration est faite rapidement, des bonus seront versés. En France, nous en sommes encore très loin. Même si l'idée selon laquelle il faut absolument retenir les talents circule, parce qu'il existe une déperdition due à la détresse financière dans laquelle se trouvent les entreprises, nous n'en sommes pas tout à fait là.

En Europe, la situation diffère selon les pays. En Angleterre, le passif des entreprises a été traité assez rapidement. En France, les difficultés sont encore très fortement présentes sur les plans financier et opérationnel. À présent, je suis ravie d'accueillir les intervenants de la table ronde afin de pouvoir discuter plus en profondeur de ces sujets.

Sophie Vermeille invite les quatre participants à la table ronde à la rejoindre et les présente.

S. V. : Nous allons revenir sur la relation entre les établissements de crédit. Patrick d'Hérouville, vous avez une grande expérience des restructurations. Vous êtes intervenu sur de nombreux dossiers au cours des dernières années. En ce moment sur la place de Paris, nous observons des changements très importants. Le cadre juridique évolue. Comment jugez-vous les relations entre établissements bancaires eux-mêmes, vos relations avec les investisseurs et comment les voyez-vous à l'avenir ? Pensez-vous que les changements que

4 M. HARMER, J. GRIFFIN and J. IVEY-CRICKENBERGER (2013), *Activist Investors, Distressed Companies and Value Uncertainty*, ABI Law Review, Vol. 21, No. 2, forthcoming.

5 S&P Capital IQ.

6 Douglas G. BAIRD and Robert K. RASMUSSEN *The End of Bankruptcy*. Stanford Law Review, Vol. 55, 2002.

7 David C. SMITH with G. NINI and A. SUFI, *Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value*, Review of Financial Studies, 2012.

8 K.M. AYOTTE and E. R. MORISSON, 2009. *Creditor Control and Conflict in Chapter 11*, Journal of Legal Analysis 2, 511-551.

9 HARNER, M. J. Griffin and J. IVEY-CRICKENGER (2013), *Activist Investors, Distressed Companies and Value Uncertainty*, op. cit.

10 Vidhan K. GOYAL Wei WANG, *Provision of Management Incentives in Bankrupt Firms*, ASB.unsw.edu (Australien School of Business), 22 oct. 2013.

11 Vidhan K. GOYAL Wei WANG, *Provision of Management Incentives in Bankrupt Firms*, op. cit.

vous observez actuellement sont des changements en profondeur ou sont-ils simplement liés au fait que le marché du *distressed* est actuellement très liquide ?

Patrick d'HÉROUVILLE, responsable du groupe *Value Preservation Group* au sein de *BNP Paribas Investment Bank* : Avant tout, je ferai un commentaire liminaire qui ne répond pas directement à vos questions. Tout d'abord, à propos de la réforme, j'achète bien la double lecture d'Hélène Bourbouloux. J'y vois des éléments positifs et deux autres, essentiels à mes yeux, qui manquent et sur lesquels je reviendrai. Nous voyons bien des évolutions de fond. Une spécificité du marché français réside dans la faible ou inexistante discipline entre établissements bancaires. Aujourd'hui, cela constitue un vrai problème, surtout en comparaison avec un certain nombre d'autres pays, notamment les pays anglo-saxons et l'Espagne, dans lesquels il existe des pratiques de place et une discipline entre banques que nous n'observons pas en France.

Quel est le rapport avec la réforme ? La capacité des banques à faire de la *new money* a été largement évoquée précédemment. Cela va-t-il changer ? J'ai peur que cela ne prenne encore un petit peu de temps. Nous sommes assez frileux pour faire de la *new money* dans les situations de *distress*. Il est un autre facteur qui n'aide pas cette évolution culturelle qui, selon moi, doit intervenir dans les banques françaises : aujourd'hui, nous avons des fonds et des liquidités absolument colossaux. Dans les cinq dernières années de crise, je n'ai jamais vu autant de fonds levés partout dans le monde sur des situations de *distress*. Des milliards sont prêts à s'investir un peu sur n'importe quoi, ce qui fait qu'à l'heure actuelle, ce *new money* est fait par les fonds avec une assez grande facilité.

Un des enjeux pour les banques, me semble-t-il, est de continuer à être responsables et de ne pas se dédouaner de cette capacité à continuer à financer les entreprises en difficulté, du fait de cet argent disponible, qui est beaucoup moins cher qu'auparavant. Encore une fois, l'évolution est très intéressante. Il y a deux ans, nous parlions de fonds qui venaient nous voir avec des TRI de 25 % sur de l'*equity*. Aujourd'hui, beaucoup viennent nous proposer de faire un *partnership* avec de la dette à 12 % de TRI. Cela commence à évoquer des choses beaucoup plus sympathiques pour les banques en termes de possibilité d'avoir de vrais accords avec des fonds et de capacité à faire évoluer les choses.

Ce phénomène de liquidité entraîne un marché secondaire beaucoup plus actif. Pendant trois ans, le marché secondaire de la dette *distressed* est resté sur des niveaux qui ne représentaient pas vraiment des opportunités pour les établissements bancaires. Depuis un an, chez BNP Paribas banque d'affaires, nous n'avons jamais autant vendu de positions parce que nous considérons que le marché de la dette secondaire sur le segment du *distressed* a actuellement une valeur relative qu'il n'avait jamais eu auparavant.

S. V. : Vous appartenez à BNP Paribas, vous avez donc la possibilité de réaliser des opérations ailleurs qu'en France et d'être exposé à des pratiques de marché différentes. Qu'en est-il des établissements implantés seulement en France ? Selon vous, comment vont-ils évoluer par rapport à cette situation dans le futur ? Vont-ils être amenés à évoluer également, ou souffrez-vous encore de trop fortes dissensions au sein des pools bancaires lorsqu'il s'agit de prendre des décisions, comme celle de vendre vos participations à un tiers ?

P. d'H. : Quelques établissements sont sur la même ligne que la nôtre, sur la même compréhension. Ils n'ont plus d'inhibi-

tion par rapport au *debt equity swap*. Mais très peu ont été réalisés. Nous avons été un acteur assez actif dans la reprise par les banques de la SAUR ; cela a été très largement commenté dans différents forums. Je crois que cela restera toujours relativement opportuniste de la part des créanciers. Il ne faut pas se tromper. Cela restera limité parce que nous rencontrons beaucoup de problèmes de réputation, de responsabilité, surtout sur nos marchés domestiques.

Mais beaucoup de banques n'ont plus d'inhibition pour faire du *debt equity swap* ; elles n'ont pas de problème de principe. Nous l'avons fait et nous allons le refaire. Nous réfléchissons avec un certain nombre de banques françaises à avoir l'intelligence commune pour pouvoir le faire plus souvent, mais, c'est vrai, ce n'est pas universellement partagé. Comme le faisait valoir M. Hubert, pour beaucoup d'établissements ce n'est pas une solution.

Il en va de même en Europe. Nous voyons très bien une fracture. Aujourd'hui, les banques allemandes ont énormément de mal à faire du *debt equity swap*, alors que, dans d'autres pays européens, nous observons une évolution, très intéressante et très récente. Par exemple, en Espagne, des banques commencent à faire du *debt equity swap*, du fait d'un changement de réglementation. C'est également le cas en Italie, ce qui est intéressant, alors que le cadre juridique est probablement le pire qu'on puisse trouver en Europe.

Pour revenir à la France, dans tous les établissements bancaires, nous constatons une professionnalisation très importante des équipes de restructuration et de *work out*. C'est une bonne chose. Cela dit, culturellement, par rapport à cette évolution, soit de vente sur le marché secondaire, soit de *debt equity swap*, nous avons encore une variété de positions très significatives.

S. V. : Il serait donc intéressant d'entendre un investisseur. Mathieu Guillemain, pouvez-vous expliquer ce que fait votre fonds ?

Mathieu GUILLEMIN, *Managing Director* chez *Oaktree Capital Management* : Oaktree est difficile à lire de l'extérieur. C'est 80 milliards de dollars d'actifs sous gestion. Deux classes d'actifs nous intéressent pour notre discussion de ce jour : premièrement, la dette décotée. Il s'agit d'achats de dette en partant du principe qu'on va faire un retour attractif, que la dette qu'on décote sera repayée au pair. C'est l'activité pour laquelle Oaktree est plus connu. Deuxièmement, il y a aussi une activité de *private equity* où nous faisons avant tout des acquisitions d'entreprises en estimant que nous pouvons faire évoluer un *business* et le transformer. Par exemple, en France, il y a deux ans nous avons acheté Ileos, une société de *packaging*, avec une profitabilité de 15 % d'EBITDA au moment de l'achat. En deux ans, nous avons fait quasiment doubler l'EBITDA par acquisitions, par croissance organique. C'était une très belle société et elle le reste.

À l'autre extrême, c'est SGD, dont nous avons acheté un tiers de la dette. Nous avons été l'acteur de la restructuration et apporté 130 millions d'euros de *new money*. Nous avons acquis une société qui faisait 10 millions d'euros d'EBITDA au moment de l'achat et qui a atteint 75 millions d'euros l'année dernière et, nous l'espérons, beaucoup plus en 2014.

L'acquisition de dette est plus un outil pour être autour de la table dans les discussions. Néanmoins, il existe un point commun entre les deux stratégies : il faut être très gros dans le

marché de la dette. En effet, quand cela commence à mal aller, dans l'appréciation d'un dossier, on va se retrouver dans des situations où ce sera plus compliqué que prévu – cela arrive régulièrement, la visibilité de l'extérieur étant très limitée. Il faut savoir suivre son argent pour pouvoir protéger sa mise et consolider sa position. Par ailleurs, comme nous l'avons fait sur un dossier comme Consolis, où nous étions un gros créancier et sur lequel nos convictions étaient relativement limitées, il faut savoir faire une offre de *new money* pour défendre ses intérêts de créancier et en alignement avec tous les créanciers derrière. Nous portons donc toutes ces casquettes chez Oaktree, ce qui fait que la lecture en est complexe, mais nous intervenons dans un spectre très large.

Nous présentons une autre différence par rapport à des créanciers classiques : nous pouvons nous retrouver, Consolis en est l'exemple type, en alignement d'intérêts parfait avec l'ensemble des créanciers. Nous allons défendre au mieux les intérêts des créanciers pour avoir la meilleure proposition de la part de l'entreprise et de ses actionnaires. Nous nous intéressons à des dossiers en tant qu'investisseurs, mais nous allons demander 25 % de TRI, par exemple, parce que nous sommes convaincus que nous pouvons faire mieux, que nous pouvons faire évoluer un *business* et que les retours qu'obtiendront les créanciers seront meilleurs qu'avec de l'argent à 10 % ou à 12 % qui resteront passifs et qui attendront que cela se passe. Le choix s'avère très difficile à faire pour les créanciers autres que les banques classiques ou les fonds classiques (CDO, CLO). Ils doivent se demander s'ils donnent de la valeur à un entrant comme Oaktree qui va leur dire qu'il va amener le *business*, à 100 millions d'EBITDA au lieu de 60 millions, qui serait le chemin tranquille. Auront-ils plus de valeur, *in fine* ? Le débat tourne autour de cela.

S. V. : Que pensez-vous plus particulièrement du cadre juridique en France ? Il ne vous a pas rendu la tâche facile. Nous évoquions un illustre dossier au cours de la première table ronde, dans lequel votre fonds a été très impliqué. Comment voyez-vous les choses ? Que pensez-vous des évolutions ? Êtes-vous optimiste ou pessimiste quant à l'avenir ?

M. G. : Malheureusement, dans les propositions actuelles, paradoxalement il n'y a pas d'amélioration substantielle pour les créanciers. La prise de contrôle des entreprises en difficulté n'est pas facilitée. Par ailleurs, la limite dorénavant imposée par la loi au remboursement par le débiteur des frais des conseils engagés par les créanciers m'inquiète particulièrement. Il me semble très important que l'ensemble des créanciers soient représentés par des conseils capables de juger les solutions en toute impartialité, en prenant en ligne de compte les intérêts du plus grand nombre, qui sont en général des prêteurs classiques. Si les créanciers n'ont pas ces conseils qui interviennent au bénéfice de tout le monde, cela me paraît très compliqué. Notamment, pour des acteurs comme nous qui apportons une solution alternative, il sera très compliqué de faire valoir qu'il vaut mieux prendre de l'argent à 10 % ou à 25 % parce que la chance de *recovery* est meilleure.

S. V. : Il est vrai que la prise en charge des frais de conseil des créanciers par le débiteur était un usage jusqu'à présent en France, et cela reste la norme à l'international.

M. G. : C'est la norme sur tous les marchés. Pour moi, cela pose un vrai problème dans la cohésion des créanciers. Cela va rallonger la durée des processus des négociations, me semble-t-il, et, finalement, ce sera dommageable à l'entreprise. C'est là un premier point négatif.

Sur tous les autres points, je ne vois aucune amélioration à la protection du *new money*. Pour les *deals* de petite taille, ce sont les banques qui font du *new money* et cela peut avoir une vraie valeur, parce que, encouragées par les pouvoirs publics, elles le feront d'autant plus facilement que le privilège de *new money* est réellement garanti en cas d'ouverture d'une procédure collective. En revanche, sur des dossiers de taille importante, comme l'exprimait Patrick d'Hérouville, beaucoup de gens entraînent sans réaliser de vraies *due diligence*, en faisant du 12 % soi-disant *super senior*, et cela allait très bien. Je ne vois pas d'amélioration. À mon avis, la différence va être très tenue.

S. V. : Patrick d'Hérouville, voulez-vous réagir ?

P. d'H. : Premièrement, le temps et l'organisation d'un processus sont les difficultés que nous rencontrons en France. Cela va plus vite en Angleterre et aux États-Unis parce que chacun connaît son rôle, parce que le juge a la capacité de diriger. C'est pourquoi on sort potentiellement d'un *Scheme* en quelques mois et d'un *Chapter 11* dans des délais similaires. En France, la durée de vie moyenne des dossiers chez BNP Paribas est de neuf mois à un an ou à un an et demi.

Deuxièmement, je reviens sur le débat relatif à la valeur, pour lequel j'ai une approche un peu différente de celle de Me Bourbouloux. La valeur n'intervient pas que dans le cadre d'un plan de cession ; elle est centrale dans tous les cas. C'est évident dans un plan de cession. Si la nouvelle possibilité prévue par l'ordonnance permet de faire progresser le débat, c'est tant mieux. Mais même dans une restructuration « simple » ou qui n'implique pas forcément un plan de cession, il est nécessaire de réaliser une valorisation. En France, nous perdons un temps fou à nous chamailler entre banques, parce que nous n'avons pas de vision claire, tôt dans un processus, sur ce qu'est la valorisation. Tant que nous n'aurons pas fait d'avancée majeure à ce sujet, nous perdrons du temps, donc de l'argent et, enfin, du *recovery* pour l'entreprise comme pour les créanciers.

S. V. : Mathieu Guillemin, voulez-vous intervenir ?

M. G. : Nous voyons un certain nombre de dossiers sur la place, tel Terreal, dans lesquels finalement les créanciers prennent le contrôle de l'entreprise. De ce fait, on pense que l'évolution du droit à venir va encourager ce mouvement de prise de contrôle par les créanciers quand la situation le justifie. Selon moi, il n'y aura pas d'évolution ou cette évolution sera très limitée, et ce, même si des mesures visant à évincer les actionnaires sont adoptées dans la deuxième ordonnance. On continuera à observer des prises de contrôle par les créanciers d'entreprises dans des cas bien précis, ces prises de contrôle intervenant beaucoup trop tardivement. En effet, pourquoi les créanciers ont-ils pu prendre le contrôle dans certaines situations ?

D'abord, les actionnaires étaient des institutionnels qui avaient une réputation à préserver et qui ne faisaient pas un *deal*, mais une répétition de transactions. Ces actionnaires éprouaient le besoin de préserver des relations avec la place, notamment les établissements créanciers. De plus, leur valeur d'option était égale à zéro dans tous ces dossiers ; ils n'avaient plus aucune chance de retrouver quoi que ce soit. D'ailleurs soit dit en passant, parfois ils ont réussi à obtenir de l'argent pour cette valeur d'option qui était pourtant « encore très loin de la monnaie ». Un changement de créanciers avec l'entrée de prêteurs, d'investisseurs *distressed* permet aux transactions

de se faire. Cela dit, au regard du temps qu'il a fallu entre les premières difficultés et le moment où le changement de contrôle intervient, on parle de trois ans ou plus. Vous parliez de conserver le management, de donner un avenir à l'entreprise... Entre-temps, l'entreprise, à de rares exceptions près, a perdu des talents par rapport à ses concurrents, c'est-à-dire ses cadres clés. Aussi le redémarrage s'avère-t-il extrêmement difficile. Par conséquent, la valeur pour les créanciers s'est considérablement réduite.

Je ne vois pas de raison pour laquelle tout cela changerait, malheureusement même avec une évolution éventuelle de l'environnement juridique. On se retrouve dans des situations où il faut avoir des créanciers suffisamment forts et convaincus pour aller à la bataille. Quel que soit le cadre juridique, il faut choisir la partie qui est en face de soi dans la bataille, un actionnaire qui a une réputation à préserver, quelqu'un avec qui il est possible de négocier. À mon avis, cela se limite à cela.

S. V. : Laurent Assaya, à propos de la valeur, la possibilité d'envisager la cession d'entreprise dès la conciliation permettrait de faire des *market testings* et d'aborder le sujet de la valeur. Quelle est votre analyse de cette évolution ? Quel regard portez-vous par rapport à ce qui se fait ailleurs ? Que va-t-il arriver en France ? Quels autres types d'évolution faudrait-il pour que cette habitude s'ancre dans les mœurs ?

Laurent ASSAYA, Of Counsel au sein du cabinet Jones Day : Les cessions d'actifs rapides ont été évoquées au cours de la première table ronde. On peut se demander si c'est une bonne chose ou pas. Si je suis l'avocat d'Alvarez & Marsal, le *Chief Restructuring Officer* ou chef d'entreprise en difficulté, c'est sûr, c'est une bonne chose. En effet, il est très désagréable d'arriver devant un tribunal et de dire : « Les Chinois vont arriver, les Qataris vont arriver, je vais avoir la solution demain. » Il est plus simple d'arriver au tribunal et de dire : « J'ai une solution maintenant. »

Si je suis l'avocat d'Oaktree, un fonds *distressed*, avoir cette possibilité d'acheter un actif sans mise en concurrence, sans enchères publiques, c'est probablement une bonne chose.

Si je suis l'avocat de la BNP, la banque, est-ce une bonne chose de mettre en place ces plans de cession d'actifs rapides ? Je serais peut-être plus nuancé : je serais un avocat soucieux de préserver la créance bancaire et je dirais que, tant que je ne dispose pas d'un certain nombre de garanties sur le prix, je veux être prudent et vigilant.

Enfin, si l'on pose la question à un avocat d'un cabinet présent dans 38 juridictions différentes, alors je suis très content de l'arrivée du *Prepack*, car cela existait dans de nombreux pays sauf en France. Je l'attendais, nous l'avons..., il faut s'en réjouir. Maintenant, il va falloir en préciser les modalités pratiques. Nous avons un gouvernement qui est probablement au bord de la faillite, parce que quelque chose d'aussi important n'a jamais été introduit avec une telle économie de moyens. On a ajouté quelques mots dans le Code de commerce pour modifier très légèrement l'article L. 611-7 afin de préciser que le conciliateur peut avoir pour mission d'organiser la cession partielle ou totale de l'entreprise, qui sera, le cas échéant, mise en œuvre en sauvegarde, redressement judiciaire ou liquidation judiciaire. Parallèlement, on a modifié, subrepticement, l'article L. 642-2 du même code qui dispose désormais que le tribunal peut prendre en compte les démarches effectuées par le conciliateur ou le mandataire *ad hoc* pour ne pas organiser d'enchères publiques.

Droit & Croissance m'a demandé d'être un peu le Nostradamus du droit, de faire un peu de prospective. Pour bénéficier de l'expérience de nos voisins et nous projeter dans le futur, il m'a paru intéressant de travailler sur trois points : la vitesse, la transparence, et le prix et qui dit prix, dit valeur.

Sur la vitesse, quand j'ai appelé mes amis espagnols et que je leur ai demandé s'ils avaient un *Prepack*, ils m'ont répondu : « Oui. Nous pouvons annexer avec la déclaration de cessation des paiements, le contrat de cession d'actifs que l'acheteur des actifs est prêt à signer. Dans la loi, cela peut être fait en un ou deux mois. – Combien de temps avez-vous mis ? – Nous avons mis cinq mois, parce que les tribunaux espagnols sont encombrés, du fait de tout un ensemble de problématiques et, cinq mois, c'est peut-être un peu trop. »

Nous, chez Jones Day, nous avons fait la vente de Chrysler sous le régime de l'article 363 du U.S. Bankruptcy Code (vente d'actions rapide) en 42 jours. C'était totalement exceptionnel. Ce n'est pas exactement le *Prepack* à la française tel qu'il se dessine, parce qu'aux États-Unis il est obligatoire de mettre en place des *bidding procedures*, sachant que Fiat était le *stalking horse* que nous connaissons.

Puis, j'ai appelé mes amis anglais, ils sont quand même les meilleurs. Ils m'ont répondu : « Cela se fait en une journée ». C'est « aussitôt dit, aussitôt fait » : dans 80 % des cas, l'administrateur anglais vend les actifs dès sa nomination.

Sur la vitesse, on a parlé de deux-trois mois pendant la première table ronde. Nous verrons comment cela va se passer en pratique. Il faut arriver à un système assez rapide pour conjurer certitude et vitesse.

Pour ce qui est de la transparence, Hélène Bourbouloux a fait remarquer qu'on a reproché une certaine opacité aux praticiens du droit des entreprises en difficulté. Là, les Anglais sont très forts : l'administrateur peut être nommé sans intervention du tribunal, il peut même parfois l'être par le créancier sans intervention du chef d'entreprise. La cession d'actifs se fait par l'administrateur sans le recours du tribunal. Selon moi, en France, nous aurons un système transparent, parce que le mandataire *ad hoc* ou le conciliateur va être nommé par le président du tribunal de commerce. L'offre de cession fera l'objet d'une décision du tribunal. Si nous reprenons les bonnes pratiques des administrateurs judiciaires, qui comparent les offres reçues, qui font des bilans économiques et sociaux, et si comme les Anglais, nous imposons la communication du rapport à tous les créanciers, nous devrions assez facilement remplir les objectifs de transparence.

Quant au prix, le risque est la vente à vil prix et de se retrouver avec une cession d'actifs avec des prix totalement bradés. Comment se protéger ? *Market testing* ? Bien sûr. Nous allons prendre quatre ou cinq mois, les mois nécessaires, en procédure de mandat *ad hoc* ou de conciliation pour aller voir tous les acheteurs potentiels et leur demander combien ils offrent pour les actifs que nous aurons à vendre. Ensuite, nous pourrions convaincre le tribunal que nous avons fait tous les efforts pour trouver un repreneur au juste prix. C'est la logique Florange, où on va essayer de trouver le meilleur acquéreur au meilleur prix pour les actifs.

Cela étant, on peut aller au-delà de cela. À ma connaissance, cela n'existe pas en France, mais en Angleterre. En cas de vente des actifs en *Prepack*, le créancier anglais va faire le tour des administrateurs potentiels, et négocier avec eux la clause

de complément de prix qui figurera dans le contrat de cession d'actifs entre le créancier et l'administrateur. La chose la plus effrayante pour un Anglais est d'avoir honte en public. Aussi appellent-ils ces clauses de complément de prix des *anti embarrassment clauses*, aux termes desquelles l'acheteur des actifs, qui les revendrait aussitôt et ferait une énorme plus-value, devrait reverser une quote-part de sa plus-value à l'administrateur.

Nous avons évoqué le *market testing* et les clauses de complément de prix. Pour moi, le plus prometteur – c'est là où il nous faut aller –, ce sont les enjeux de valorisation. En effet, pour aller voir le tribunal et l'informer qu'on veut mettre en place une cession accélérée et que cela ne vaut pas la peine d'organiser des enchères publiques, il faudra le convaincre que les prix ne seront pas bradés. Nous allons donc modifier notre façon de faire nos restructurations financières. Aujourd'hui, nous procédons à des *Independent Business Reviews* (IBR) qui se concentrent sur les prévisions d'exploitation et de trésorerie et on regarde quel est le *cash* que génère le débiteur pour servir la dette. C'est bien, mais ce n'est pas suffisant. Nous allons changer de paradigme. Nous allons faire des *Independent Business Reviews* qui tendront vers les *fairness opinions*, réalisés par les experts indépendants. Nous connaissons tout à fait ces mécanismes.

Si nous avons un débat sur la valeur, si nous avons un diagnostic commun des difficultés, de la valeur et des perspectives de l'entreprise, je pense que nous pourrions facilement convaincre le tribunal d'aller de l'avant et d'autoriser ces cessions accélérées. J'espère que ce ne sont pas des vœux pieux.

Des précisions doivent encore être apportées. Je donne un exemple de l'économie de moyens du gouvernement. Par exemple, dans l'article L. 611-7, nous avons la règle selon laquelle il faut recueillir l'avis des créanciers participants. Nous ne savons pas si l'avis est consultatif, s'il est liant, s'il y aura des règles de quorum, de majorité pour recueillir l'avis des créanciers. Tout est à écrire à ce sujet.

S. V. : Je suis heureuse d'avoir un petit peu d'optimisme autour de cette table pour contrebalancer un peu le pessimisme de Mathieu Guillemin. Douglas Rosefsky, vous travaillez actuellement en France, mais vous avez une longue expérience aux États-Unis. Après l'évocation des plans de cession, des créanciers, des investisseurs, des administrateurs judiciaires, pouvez-vous parler du management dans les restructurations ? Quel rôle peut jouer le *chief restructuring officer* ? Comment voyez-vous cette évolution en France et en Europe ?

Douglas ROSFESKY, Managing Director chez Alvarez & Marsal France : Quatre évolutions nous touchent en tant que praticiens dans le monde du management et du conseil dans les transformations de la société. Un outil majeur arrive. Dans ces évolutions, figurent le concept de valeur partagée, le concept de mise en cause de l'actionnaire et de son dirigeant, la conversion de la dette et le marché secondaire.

Pour ce qui est de la valeur partagée, nous le voyons, de plus en plus d'entreprises viennent chercher ce concept. Elles souhaitent faire la restructuration en amont, opérationnelle, financière, objective. Elles souhaitent pérenniser l'entreprise pour recréer de la valeur et générer de la nouvelle valeur. Dans ces cas-là, quand la valeur est partagée avec toutes les parties prenantes, cela peut marcher et être très prometteur.

La deuxième évolution est relative à la mise en cause de l'actionnaire et du dirigeant. Nous avons tous vu des cas spectaculaires de destruction de valeur (Groupe Hersant Média, Groupe Doux), où la destruction de valeur ainsi que les pertes d'emplois auraient pu être évitées. Mais il y avait des actionnaires et des dirigeants, endurcis, enracinés, qui n'ont pas permis de faire le nécessaire. Les parties prenantes autour de la table, y compris l'État, en ont assez. C'est pourquoi j'espère que, dans la prochaine réforme, nous verrons une formalisation de certains dispositifs qui peuvent forcer à bouger un peu plus l'actionnaire dirigeant.

Quant à la conversion de la dette, c'est un outil majeur maintenant en Europe. En France, il est de plus en plus souvent employé. Reste à maîtriser la gouvernance après conversion et à montrer quelques cas emblématiques de belles réussites, telle la SAUR. Cela peut devenir un outil plus important et entraîner un changement de culture en France.

Enfin, le marché secondaire devient de plus en plus important. Justement à cet égard, peut-être un outil majeur viendra en France dans la pratique quotidienne grâce au marché secondaire : le CRO.

J'ai été CRO aux États-Unis, en France en 2002, en Suisse en 2009. Le concept de CRO est une innovation des années 1990 aux États-Unis. Il est intéressant d'observer que ce n'est pas prévu dans la loi américaine. Cette innovation est venue des parties prenantes autour de la table des restructurations.

Le CRO, c'est le *Chief* (le responsable), *Restructuring* (restructuration financière et opérationnelle), *Officer* (l'opérationnel qui va travailler à temps plein en interne pendant la période de transformation...). C'est quelqu'un d'expérimenté à la fois dans le domaine de la restructuration financière et opérationnelle et dans le domaine d'activité de l'entreprise. C'est quelqu'un d'indépendant, ce qui est très important, qui n'est pas du tout lié à l'entreprise, ni à ses actionnaires, ni à ses banques, ni à ses dirigeants. Ses objectifs sont la réussite de l'entreprise, la maximisation de valeur, l'optimisation de l'emploi en France.

Le rôle du CRO revêt quatre aspects : le partenaire opérationnel, la force de stabilisation, la vision indépendante et la confiance.

Le partenaire opérationnel vise à libérer les dirigeants, à leur permettre de se concentrer sur la gestion quotidienne du *business* qui souffre et moins sur toutes les problématiques de restructuration. Cela leur permet de mettre en place un changement de *business model* pour aborder les difficultés de l'entreprise.

La force de stabilisation portera sur l'interne et l'externe.

La vision indépendante permet d'identifier avec le management les problèmes fondamentaux de l'entreprise et d'assurer que le management les adresse dans le nouveau plan. Cela permet de définir le *core business* ensemble avec le management, assurer qu'il est rentable ou sera rapidement rentable et bâtir le plan de retournement autour du *core*.

Quant à la confiance, c'est une situation classique. Il faut rétablir la confiance pour réussir. Le CRO est souvent la clé de voûte de l'établissement d'une nouvelle confiance avec les acteurs, grâce à une nouvelle transparence en interne et un partenariat réussi entre DG et CRO. Il peut d'ailleurs recréer la confiance entre le DG et les banques, par exemple.

Le CRO est engagé par l'entreprise. Il est proposé soit par les actionnaires, soit par le groupe pour une filiale française en difficulté, ou par les banques.

S. V. : À ce propos, j'ai envie d'interroger Patrick d'Hérouville sur ce point, afin de savoir qui est à l'origine de la nomination du CRO en définitive. L'idée de gouvernance des créanciers va s'installer de plus en plus en amont de la procédure collective. Pouvons-nous imaginer les banques françaises exprimer qu'elles veulent Douglas Rosefsky dans le management ?

P. d'H. : Chez BNP Paribas, nous sommes de fervents défenseurs des CRO. Nous décidons de leur faire appel au cas par cas ; ce n'est pas systématique. En revanche, les CRO nous semblent apporter une vraie valeur ajoutée dans un certain nombre de situations. Quand le management passe 70 % de son temps à la restructuration financière, les 30 % restants pour gérer l'entreprise, c'est totalement insuffisant pour la développer et la préserver. Donc, dans certains cas, la profondeur de management n'est pas suffisante. Dès lors, un soutien sur les aspects *restructuring* est source de valeur ajoutée.

Nous parlons beaucoup de restructuration financière, mais pas de la restructuration industrielle. Des sociétés comme Alvarez savent faire du *turnaround* et de la gestion d'entreprises industrielles. De même, il est essentiel d'avoir quelqu'un qui peut venir optimiser le *cash management* de l'entreprise et apporter un certain nombre d'outils de gestion industrielle de *turnaround*, et ce, pas seulement quand on prend les clés d'une entreprise, mais également quand on reste prêteur, parce que c'est une source de valeur ajoutée. Une entreprise qui a été en situation de restructuration financière très profonde est traumatisée. Cela laisse des traces. Aussi est-il important d'avoir un peu de soutien de qualité – il existe des conseils plus ou moins performants.

Il n'y a pas de règle, mais, pour notre part, nous sommes tout à fait convaincus que, pour un certain nombre de cas, disposer d'une aide et d'un *chief restructuring officer* fait beaucoup de sens. Cela étant, parfois on entend, notamment de la part de l'autorité publique que c'est cher... Le coût d'un CRO est appréhendé de la même manière que celui des conseils financiers. Certes, on observe des excès, que l'ordonnance limite d'ailleurs, mais quand 20 % de l'EBITDA de l'entreprise sont consacrés aux frais divers et variés – j'ai même eu un cas où les frais représentaient 50 % de l'EBITDA, l'année dernière –, on est dans une situation déraisonnable ; on scie consciencieusement la branche sur laquelle on est assis. À l'inverse, il ne faut pas non plus écarter ces services par principe. Il faut un changement culturel et qu'on se dise qu'il s'agit d'entreprises et de personnes qui ont de l'expérience et qui peuvent vraiment être source de valeur ajoutée.

S. V. : La gestion de fait peut faire l'objet d'une action en responsabilité en France et ailleurs en Europe. Ce n'est pas le cas aux États-Unis ; là-bas, lorsque le créancier se comporte un peu trop comme un actionnaire, on ne va pas engager sa responsabilité, mais simplement le traiter comme un actionnaire et lui faire supporter les pertes en premier. Quel est votre avis d'un point de vue juridique, Laurent Assaya ?

L. A. : Les banques sont traumatisées depuis Nasa Electronique qu'elles puissent être considérées comme ayant agi comme des dirigeants de fait, mais vu le nombre d'actions en responsabilité, le risque n'est pas si significatif. On a des fonds d'investissement qui ont une attitude « *hands on* ». Je ne

pense pas que la direction de fait constitue un problème majeur. Aujourd'hui, le problème, c'est le co-emploi, cela n'a strictement rien à voir. On peut avoir des fonds d'investissement qui font toutes les négociations avec les banques au CIRI et cela ne présente aucune difficulté. Les organes de la procédure le savent très bien. En revanche, si le fonds d'investissement est présent aux réunions du comité d'entreprise, cela présente des risques graves de voir les salariés licenciés se retourner contre le fonds.

S. V. : Mathieu Guillemain, avez-vous un commentaire à faire au sujet des créanciers adoptant un comportement *hands on* ?

M. G. : Je serai un petit peu plus cynique sur ce point-là. Il faut se replacer dans le rapport de force de la négociation d'une restructuration. En général, l'entreprise est téléguidée par son actionnaire qui souhaite décourager les créanciers de faire quoi que ce soit qui puisse interférer avec la préservation des intérêts des actionnaires. En conséquence, que font-ils ? Il n'est pas question de nommer un CRO, au motif que c'est beaucoup trop cher, contre l'intérêt social, puisque cela va prendre de l'argent dans la caisse de l'entreprise, qu'il n'apportera aucune valeur ajoutée et que c'est purement cosmétique. Donc il s'avère compliqué pour les créanciers d'imposer un CRO.

Par ailleurs, les banques au sens large sauront-elles imposer un CRO parce que, selon elles, c'est dans l'intérêt de la négociation ? Souvent, les avocats du débiteur vont dire : attention à la gestion de fait. En effet, même si le risque est très limité, le simple fait qu'il en existe un en France suffit à décourager les créanciers à faire quoi que ce soit. Même si le risque est théorique, il suffit qu'il existe pour qu'il décourage tout le monde.

Dans certains cas spécifiques, un CRO pourra être nommé et s'imposer naturellement, mais cela restera assez compliqué pour les créanciers.

Pour ce qui est du sujet plus général de cet environnement de la négociation, en France tant que les créanciers ne pourront pas imposer une solution, avant d'aller dans le mur – là, on nous propose d'attendre d'avoir dépassé le mur pour pouvoir imposer la solution en RJ –, les créanciers ne prendront pas ce risque de peur d'engager leur responsabilité, quelle qu'elle soit, et de devoir faire face à des demandes de reclassement, de devenir actionnaires, etc.

On tourne autour de ce rapport de force entre entreprises, actionnaires, créanciers et, tant qu'on ne donne pas réellement la possibilité aux créanciers d'apporter une vraie solution, les améliorations, même à la marge, seront toujours insuffisantes pour rétablir le champ des négociations en France. Le chemin à parcourir est encore très long.

S. V. : Qui souhaite réagir dans la salle ?

Patrice BRIGNIER, administrateur judiciaire : La question du CRO est tout à fait intéressante. En tant qu'administrateur judiciaire, je suis absolument convaincu de l'utilité d'avoir un manager spécialisé dans la situation de crise. Cela dit, les résistances sont très fortes. Je suis tout à fait intéressé d'entendre que la banque est plutôt favorable à la présence du CRO. À mon avis, c'est totalement dans l'intérêt de l'entreprise. Ce peut l'être aussi dans celui de ses actionnaires, mais les réticences sont très fortes, certainement objectives pour certaines d'entre elles, psychologiques pour d'autres. En

effet, on se retrouve avec un positionnement très difficile pour le dirigeant qui se méfie énormément de l'intervention d'un manager. Le dirigeant sort-il ? Reste-t-il ? S'il reste, comment se fait la cohabitation entre le dirigeant et le manager de transition ? En procédure collective, c'est encore plus compliqué, parce qu'on ajoute un administrateur judiciaire et un tribunal qui souvent estime aussi que c'est trop cher et qui ne prend pas la mesure de l'utilité d'un changement de management et de la difficulté rencontrée avec les dirigeants qui sont totalement tétanisés en situation de crise.

Bertrand PERIGNON, *opérations financières* : Le sujet de la restructuration est de plus en plus important. La presse se fait écho de ces dossiers, avec plus ou moins de professionnalisme. En tant que professionnels, comment voyez-vous ce genre de situation ? Pour ma part, en tant que journaliste, je préfère travailler une fois que les situations sont figées.

Le dossier Consolis, dans lequel Oaktree était impliqué, a attiré l'attention. Je voudrais avoir votre position.

M. G. : Je peux répondre directement. On est exactement dans le rapport de force évoqué précédemment. J'ai brièvement mentionné un autre point qui est très structurant dans une restructuration en France : c'est la notion d'intérêt social qui, à ma connaissance, n'existe nulle part ailleurs.

En France, on utilise cette notion comme quelque chose qui est l'arme nucléaire qui peut détruire toute solution, même si elle est objectivement meilleure en termes financiers pour l'entreprise, pour son management et pour assurer la pérennité et la *recovery* des créanciers. En France, il est possible de dire : « Je pense que vous avez fait quelque chose qui n'est pas bien. Je n'en suis pas sûr, mais du seul fait que je le pense, il n'est pas dans l'intérêt social de l'entreprise de travailler avec vous. » C'est exactement ce dont nous parlons. Le rapport de force est en faveur de l'entreprise et, dans la mesure où cette dernière n'a pas à cœur de trouver la meilleure solution pour son avenir, parce que ses intérêts qui sont ceux des dirigeants sont liés avec ceux des actionnaires, on se trouve dans ce rapport-là. Il s'agit d'une danse particulière à la France, où les pouvoirs publics regardent cela parfois un peu effarés, parce que, tout comme le système judiciaire, ils ont ouvert les yeux sur la façon dont les dirigeants peuvent manipuler certains processus. C'est une réalité de l'environnement français, c'est une spécificité.

L. A. : Chaque juridiction a son propre concept de l'intérêt social. Faut-il privilégier l'intérêt des créanciers par rapport à celui de l'entreprise ? Pour moi, l'intérêt social est une sorte de boussole. C'est très utile. En procédure collective, l'intérêt social, c'est souvent les intérêts des salariés. La problématique de l'emploi est au cœur des restructurations financières.

S. V. : Je remercie nos intervenants. (*Applaudissements*) Il était intéressant de pouvoir échanger aussi en profondeur sur ces sujets.

Il m'appartient à présent, en tant que présidente de Droit & Croissance, de vous remercier. Vous le savez, aujourd'hui Droit & Croissance se bat pour faire vivre le débat et notamment pour le porter sur la question de la recherche académique. Nous estimons important d'associer davantage la société civile dans le processus de création normatif, dans laquelle figurent les acteurs privés, majoritairement représentés à cette table ronde, ainsi que les acteurs académiques afin que la recherche soit davantage empirique et qu'on vive un peu moins sur des impressions.

J'adresse également mes remerciements à ceux qui nous ont soutenus financièrement afin de rendre cet événement possible. Sans eux, cela n'aurait pas pu fonctionner. Je voudrais donc remercier tout particulièrement les cabinets Davis Polk et Jones Day, Rothschild & Cie, le cabinet Alvarez & Marsal et l'Institut Louis Bachelier.

Je remercie aussi les cabinets d'avocats, dont un certain nombre de représentants sont dans la salle, qui nous aident en nous fournissant des salles de réunions tout au long de l'année et en mettant à notre disposition leurs services de reprographie.

Droit & Croissance n'est pas focalisé que sur les problématiques de *restructuring*. Nous vous donnons prochainement rendez-vous, à l'automne, pour une conférence en partenariat avec l'ESSEC. Elle portera sur la loi Florange et ses aspects de droit boursier, c'est à dire les OPA. J'espère que vous y serez aussi nombreux.

La séance est levée à 12 heures.