



La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 28, 9 Juillet 2009, 1709

Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ?

Etude par Sophie Vermeille
avocat à la Cour

Procédures collectives

Sommaire

Regard sur l'efficacité économique du droit français : un investisseur créancier pourrait-il en France utiliser, comme aux États-Unis, la dynamique du droit des procédures collectives au service d'une stratégie d'acquisition de sociétés en difficulté ?

1. - Beaucoup^{Note 1} d'observateurs ont souligné la différence historique entre les droits américain et européen des entreprises en difficulté : le droit américain a offert depuis plus d'un siècle une véritable seconde chance aux débiteurs en permettant leur redressement alors que les droits européens ont favorisé pendant longtemps la voie de la liquidation. Des réformes ont été engagées partout en Europe, inspirées en partie du modèle américain, et ont fait évoluer certaines pratiques^{Note 2}. Le droit français n'est pas resté à l'écart de ce mouvement. La loi du 26 juillet 2005^{Note 3}, puis l'ordonnance du 18 décembre 2008^{Note 4}, ont récemment modifié de manière significative notre droit des entreprises en difficulté afin de favoriser le redressement des sociétés, lequel n'a pas connu le succès escompté depuis son introduction par la loi du 25 janvier 1985^{Note 5}. Ces efforts sont louables mais doivent cependant être poursuivis. Notre droit ne s'est pas encore suffisamment adapté à l'économie et à ses techniques de financement qui ont beaucoup changé au cours de cette dernière décennie.

2. - On remarque dans ce nouvel environnement économique que la richesse s'est peu à peu dématérialisée, au point que l'on puisse considérer que dans certaines sociétés, leurs actifs essentiels quittent les locaux tous les soirs à 18 heures. Or, trop souvent encore, notre droit oppose l'intérêt du maintien de l'entreprise et des emplois à celui des créanciers, comme si le redressement - qui permet de maintenir l'activité de la société et donc de préserver sa valeur d'entreprise - était forcément, comme le laisse entendre la loi du 25 janvier 1985, un processus défavorable aux créanciers par rapport au choix de la liquidation, laquelle ne permet pourtant de monétiser que les actifs matériels de la société. L'évolution vers une économie dématérialisée ne conduit-elle pas les créanciers à avoir davantage intérêt aujourd'hui, plus que jamais, au maintien de l'activité de leur débiteur, sa valeur d'entreprise étant bien souvent supérieure à la somme des actifs qui la composent ? Pour autant, dans un marché des biens et services qui évolue sans cesse et qui est souvent en crise de surcapacité, il faut sans doute accepter l'idée que certaines sociétés, fussent-elles

dotées d'actifs importants, n'ont pas (plus) de capital propre (*firm-specific capital*) et à ce titre, ne méritent pas d'être sauvées et doivent donc être liquidées pour que leurs actifs soient réutilisés autrement. Ainsi, ce ne serait pas tant la société - l'entité juridique - qu'il faudrait préserver, mais plutôt son activité et donc sa valeur d'entreprise - si tant est qu'elle soit encore significative. À cet égard, sauf crise majeure de liquidité comme celle que nous connaissons actuellement, l'expérience montre aux États-Unis que la valeur d'entreprise d'une société en difficulté peut dorénavant être préservée - quelle que soit sa taille - non seulement *via* un redressement de la société mais également au moyen d'une cession de l'ensemble de ses actifs - donc de la totalité de son activité - à un repreneur unique pour un prix acceptable pour les créanciers. Grâce au développement des marchés financiers, le repreneur peut en effet dorénavant obtenir à lui seul le financement nécessaire pour pouvoir faire une offre de reprise à un prix qui valorise correctement les actifs de la société.

3. - Parallèlement à ces changements de nature économique, on remarque que le marché français, comme les autres, a été marqué jusqu'à l'été 2007 par l'afflux de liquidités permettant, notamment, la réalisation de nombreuses acquisitions de sociétés avec effet de levier (*leverage buy-out* ou « LBO »), ces opérations nécessitant de gros volumes de dettes et donc la mise en place de financements complexes, visant à adapter le coût du crédit au niveau du risque accepté par les investisseurs créanciers. Les instruments de dette sont ainsi devenus une technique de plus en plus répandue, l'émission des obligations par exemple, qu'elles soient simples ou complexes, n'est plus réservée aux grandes entreprises. Des sociétés de taille plus modeste y ont eu recours, la structure de leurs bilans a ainsi changé, le nombre de leurs créanciers, d'origine très varié, a été multiplié. Or, compte tenu de ces évolutions et de la globalisation ne faudrait-il pas préserver l'attrait de la France pour les prêteurs en leur garantissant un remboursement plus conforme à leurs prévisions - conforme à l'ordre des paiements existant entre créanciers et actionnaires avant l'ouverture d'une procédure collective par le débiteur - compte tenu du risque qu'ils pensaient avoir pris en prêtant de l'argent, et en considération duquel ils avaient exigé un certain niveau de rémunération ?

4. - Notre droit des procédures collectives, mais aussi notre droit des sociétés, n'ont pas, malgré leurs récentes évolutions, répondu à tous ces changements de manière satisfaisante comme nous le verrons au cours de notre développement. Cette inadaptation du droit à l'économie et aux nouvelles techniques financières porte préjudice particulièrement aux moyennes entreprises. Celles-ci ont pu en général davantage se constituer un capital propre avec le temps que les petites entreprises, la valeur de ces dernières reposant bien souvent uniquement sur les compétences de leurs dirigeants. Par ailleurs, à la différence des grandes entreprises, surtout lorsque celles-ci sont cotées, les moyennes entreprises peuvent moins facilement augmenter leurs fonds propres pour rééquilibrer leur bilan. Il est plus difficile pour elles de solliciter leurs actionnaires ou de faire appel à de nouveaux investisseurs ; elles n'ont d'ailleurs pas le même accès aux marchés de capitaux que les plus grandes^{Note 6}. Des changements d'ordre culturel s'avèrent également nécessaires pour permettre à notre droit de s'adapter davantage. Un effort de rapprochement du droit des affaires et des sciences économiques est impératif ; le droit des affaires est avant tout un outil au service de l'économie qui, à ce titre, doit savoir s'adapter à ses évolutions. Le droit des procédures collectives comme le droit des sociétés ne font pas exception. Nous utiliserons l'exemple de la faible réception en France du phénomène de « *loan to own* » (« prêter pour posséder »), qui trouve son origine aux États-Unis, pour dénoncer sous un nouveau jour les effets négatifs causés par notre droit des procédures collectives dont les objectifs proclamés - le maintien de l'activité, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif - sont fixés en termes trop généraux.

1. Présentation et analyse du déroulement d'une opération de « *loan to own* »

A. - Prolégomènes

5. - On observe aux États-Unis un phénomène encore largement inconnu en France. De plus en plus, des investisseurs poursuivant une stratégie baptisée « *loan to own* » prennent le contrôle de sociétés en difficulté *via* la conversion de leurs créances en titres de capital de la société débitrice. Ces « investisseurs créanciers » interviennent dès lors que la société connaît des difficultés, avant ou après son placement sous protection judiciaire prévue par le *Chapter 11* du *U.S. Bankruptcy Code*.

Leurs investissements peuvent prendre plusieurs formes. Ils peuvent par exemple proposer à la société en difficulté un prêt en espérant pouvoir à terme le convertir en titres de capital de la société, ou racheter la dette détenue par ses créanciers sur le marché secondaire : le marché de la dette privée auprès d'établissements bancaires ou assimilés ou directement le marché de la dette cotée, le plus souvent sous forme de titres obligataires. Dans les deux cas, ils souhaitent par ce biais prendre le contrôle de la société débitrice. Contrairement à d'autres investisseurs qui interviennent sur le marché secondaire de la dette uniquement à très court terme (« *debt trading* »), les investisseurs créanciers qui poursuivent ce type de stratégie de « *loan to own* » ont un horizon d'investissement à plus long terme. Ils pensent que la société en difficulté a une valeur supérieure à l'estimation faite par les établissements bancaires ou autres établissements assimilés prêteurs qui n'hésitent pas à se délester sur le marché secondaire de leurs créances sur la société, même à un prix décoté par rapport à son montant nominal. Certains investisseurs iront jusqu'à poursuivre une logique de *private equity* et participeront activement au retournement de la société, après la fin de la procédure de redressement, pour pouvoir s'en séparer plus tard, quand une opportunité de sortie intéressante se présentera^{Note 7}.

6. - Un investisseur créancier en France pourrait-il de la même façon qu'aux États-Unis utiliser la dynamique de notre droit des procédures collectives en vue de prendre le contrôle d'une société en difficulté par le rachat de sa dette ? - Le faible nombre d'exemples recensés en France suggère qu'il ne le peut guère^{Note 8}, alors même que la crise économique et financière actuelle devrait favoriser la multiplication d'opérations de « *loan to own* »^{Note 9}. La réalisation de ce type d'opérations, notamment *via* le rachat de la dette de la société sur le marché secondaire après l'ouverture de la procédure du *Chapter 11*, n'est en réalité possible que si le droit des sociétés en difficulté applicable s'assigne un double objectif.

Premier objectif : la maximisation des ressources de la société - la préservation de sa valeur d'entreprise - et non pas la protection de l'entité juridique pour elle-même, en acceptant l'idée que pour atteindre ce but, le redressement ne doit être qu'une alternative par rapport à la cession de l'activité de la société ou même sa liquidation immédiate. La question qui découle de cet objectif est alors : **comment donner une seconde chance uniquement aux sociétés dont l'activité le justifie vraiment ?**

Deuxième objectif : la protection des droits des créanciers - à qui on demandera demain de réinvestir - qui ont prêté de l'argent à un certain prix, en fonction des risques encourus, et donc de l'ordre de paiements existant entre créanciers et actionnaires. La question est alors : **comment organiser au mieux le remboursement des créanciers de sorte que la procédure collective perturbe le moins possible le droit préexistant qui régit les rapports entre les investisseurs (créanciers et actionnaires) et entre ces derniers et le débiteur ?**

On remarque en effet que dans cette forme d'opérations de « *loan to own* » :

o des investisseurs avertis rachètent sur le marché secondaire une ou plusieurs tranches des dettes dont ils pensent qu'elles ne donneront droit qu'à un remboursement en actions par la société débitrice à l'issue de la restructuration de celle-ci, compte tenu de l'ordre de priorité des paiements (du rang des tranches de dette rachetées dans le bilan de la société débitrice), de sa situation financière et du caractère prévisible - conforme au droit gouvernant les relations des parties avant la restructuration - des modalités de l'apurement du passif et donc de l'ordre des distributions du plan de redressement ;

o ces investisseurs choisissent la voie du redressement de la société alors même qu'ils peuvent obtenir du juge qu'il organise la cession de l'activité de la société à un tiers. Dans la mesure où ces investisseurs ont eu accès, par leur statut de créancier, à des informations confidentielles sur la situation financière de la société et qu'ils ne sont pas réputés agir par philanthropie, il semble raisonnable d'en déduire que, non seulement la société a une valeur d'entreprise significative qu'il est nécessaire de préserver, mais aussi que la voie du redressement permet de faire ressortir un surplus de valeur d'entreprise par rapport à la solution de la cession de l'activité à un tiers et, donc, de maximiser les ressources de la société.

L'analyse des raisons juridiques expliquant le faible nombre d'opérations « *loan to own* » en France, en prenant

l'exemple du rachat de la dette d'une société en difficulté sur le marché secondaire, devrait ainsi nous permettre de mettre en avant les handicaps de notre droit des procédures collectives - mais aussi de notre droit des sociétés - tant sur le plan de la préservation de la valeur d'entreprise des sociétés, que sur celui d'une organisation juste et prévisible de l'apurement du passif. Notre intention n'est pas ici d'analyser le phénomène de « *loan to own* » dans son intégralité mais de démontrer pourquoi un investisseur, qui souhaiterait participer en France au retournement d'une société de taille appréciable et au bilan complexe, aurait des difficultés à acquérir son contrôle en rachetant sa dette sur le marché secondaire après l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, à l'image de ce qu'il est possible d'observer aux États-Unis^{Note 10}.

B. - Analyse du déroulement d'une opération de « *loan to own* » via le rachat de créances sur le marché secondaire après l'ouverture d'une procédure de *Chapter 11*

7. - L'investisseur créancier qui souhaite réaliser une opération de « *loan to own* » utilise sa connaissance de la société, du contexte économique et financier dans lequel celle-ci exerce son activité ainsi que celle qu'il possède du droit américain des sociétés en difficulté pour pouvoir prévoir à l'avance l'ordre des distributions du plan de redressement permettant à la société de sortir de la procédure du *Chapter 11*. Parmi les différentes tranches de dettes qui figurent au bilan de la société, l'investisseur créancier doit déterminer, lesquelles sont susceptibles de conférer à ses propriétaires le droit d'influencer le plus le cours de la restructuration et, partant, de pouvoir demander un paiement en actions si les propriétaires de cette tranche de dette si particulière choisissent la voie du redressement plutôt que la cession de l'activité de la société à un tiers.

8. - Le *Chapter 11* n'offre en effet le droit de décider du sort de la société qu'à une catégorie très précise de créanciers et à eux seuls.

D'une part, il s'agit des créanciers qui, compte tenu de leur rang dans l'ordre de priorité des paiements existant, pourraient revendiquer un droit sur au moins une quote-part du prix de cession de l'activité de la société ; si celle-ci devait être cédée à sa juste valeur d'entreprise, ces créanciers seraient ainsi dits « servis ».

D'autre part, parmi les créanciers servis, il s'agit des créanciers qui, compte tenu du rang dans l'ordre de priorité des paiements existant, ne pourraient pas espérer un remboursement complet de la tranche de dette qu'ils détiennent si l'activité de la société devait être cédée à un tiers. Ces créanciers sont ainsi titulaires, après paiement des créanciers plus *senior*, des droits sur l'actif résiduel de la société laquelle est, par hypothèse dans notre propos, insolvable. Ces créanciers se situent ainsi immédiatement avant les catégories de créanciers plus *junior* et/ou actionnaires qui n'auraient, quant à eux, droit à rien, la juste valeur d'entreprise^{Note 11} - calculée en fonction d'une estimation du montant des flux futurs de trésorerie d'exploitation de la société - étant inférieure à la somme de ses engagements financiers. Ces créanciers ont alors la possibilité de renoncer au remboursement immédiat mais *a priori* partiel de leurs créances, en cas de cession de l'activité de la société à un tiers et de choisir de recevoir en échange des actions représentant la totalité du capital de la société. Autrement dit, ces créanciers font (ou non) le pari que la valeur d'entreprise post-restructuration de la société sera supérieure à la valeur de marché qui ressort de l'offre du meilleur repreneur. Ces créanciers détiennent ce qu'on appelle aux États-Unis la « *fulcrum security* », c'est-à-dire **la tranche de dette de la société qui est susceptible d'avoir le plus d'influence au cours du déroulement de la procédure du *Chapter 11***. L'investisseur créancier doit faire en sorte de racheter dans une proportion suffisante cette *fulcrum security* pour pouvoir imposer aux créanciers le choix du redressement de la société plutôt que la cession de son activité à un tiers.

9. - Si la dynamique du droit américain des sociétés permet la réalisation d'opérations de « *loan to own* » aux États-Unis via le rachat de dette sur le marché secondaire, c'est que le droit présente aux États-Unis certaines caractéristiques particulières et notamment le fait de :

o considérer que le redressement n'est possible que s'il permet de faire ressortir un « surplus de valeur d'entreprise » par rapport à la cession de l'activité à un tiers ou même sa liquidation immédiate - et permettre alors aux créanciers de prendre le contrôle de la société dès lors que celle-ci est insolvable (1°) ;

o donner aux créanciers un rôle suffisant au cours du déroulement de la procédure de sauvegarde/redressement de manière à obliger le débiteur à restructurer la société suffisamment en amont des difficultés, quand la valeur d'entreprise de la société est encore significative du point de vue de l'investisseur créancier, soit bien avant la date de cessation des paiements du débiteur (2°) ;

o veiller à ce que l'ordre de distribution du plan de redressement soit prévisible du point de vue de l'investisseur créancier et donc conforme à l'ordre de priorité existant de sorte que la tranche de dette susceptible de donner droit à un paiement en actions (la *fulcrum security*) puisse être identifiée sur la base d'une estimation de la valeur d'entreprise de la société (3°) ;

o encourager les créanciers à s'entendre sur une valeur d'entreprise de la société, à partir de laquelle sera établi le plan de redressement pour limiter l'incertitude pesant sur une évaluation judiciaire, à défaut permettre au juge de trancher la question (4°) ;

o prévoir des règles d'approbation du plan de redressement qui, *in fine*, donnent aux seuls détenteurs de la *fulcrum security* le droit d'approuver le plan de redressement et donc de décider du sort de la société ; le juge a alors le pouvoir d'imposer le plan aux autres parties (5°).

Confrontons le droit des procédures collectives français à ces différents points.

2. Analyse comparative des conditions juridiques essentielles à la réalisation d'une opération de « loan to own » via le rachat de la dette de la société sur le marché secondaire aux États-Unis et en France

A. - Le redressement doit faire ressortir un « surplus de valeur d'entreprise » par rapport à la cession de l'activité à un tiers ou à la liquidation immédiate ; les créanciers doivent pouvoir alors prendre le contrôle de la société dès lors que celle-ci est insolvable

10. - Depuis la faillite des sociétés de chemin de fer, la protection des créanciers et la protection de la valeur d'entreprise forment un unique enjeu aux États-Unis. C'est en effet à partir de la fin du XIX^e siècle^{Note 12} que le droit américain des sociétés en difficulté offre aux créanciers une alternative à la liquidation : le redressement. En effet, à cette époque, les investisseurs privés, qui avaient financé sous forme d'émissions obligataires le réseau de chemin de fer par tranches successives, ont réalisé qu'ils avaient intérêt à préserver l'activité de leurs débiteurs et donc à conserver le réseau dans son intégralité. Il était impossible à cette époque de trouver un repreneur unique capable de leur offrir un prix intéressant et la liquidation des sociétés aurait entraîné le démantèlement du réseau. Le choix du redressement leur permettait ainsi d'espérer à terme pouvoir être mieux remboursés. Les créanciers se sont alors vus accorder le droit de s'organiser au sein d'une nouvelle structure pour pouvoir racheter leur débiteur en échange de l'extinction de leurs créances. La loi devait pour cela imposer le choix d'une majorité des créanciers à la minorité dissidente : à défaut, il aurait fallu imposer à la majorité le rachat des créances de la minorité, ce qui aurait limité les chances de redressement. Un tel droit ne pouvait être justifié vis-à-vis des dissidents à la condition que le redressement soit dans l'intérêt des créanciers. Le redressement n'était alors possible que s'il permettait de faire ressortir un surplus de valeur d'entreprise dans la société (*on-going surplus*) offrant aux créanciers de meilleures perspectives de remboursement que la liquidation.

11. - Les créanciers, à qui il est demandé de choisir entre prendre le contrôle de la société et céder l'activité à un tiers, ne choisiront le redressement que si la valeur d'entreprise post-restructuration de la société est supérieure à la valeur qui ressort du meilleur prix de cession offert par un repreneur. Or, la valeur d'entreprise post-restructuration ne peut être supérieure qu'à la condition que l'espérance de gains des créanciers à qui l'on propose un paiement en actions soit supérieure au retour sur investissement qu'ils auraient exigé si on leur avait demandé d'apporter de l'argent frais dans la

société, au regard du risque pesant sur l'actif économique de la société. Autrement dit, pour que le redressement de la société soit une meilleure solution pour ces créanciers, il faut qu'elle soit restructurée de telle sorte que ses flux de trésorerie d'exploitation excèdent le coût moyen pondéré des capitaux post-restructuration^{Note 13}. Dans le cas contraire, ces créanciers ont plus intérêt à renoncer au redressement de la société, quitte à obtenir un paiement partiel de leurs créances lors de la cession de son activité à un tiers. Pour cette raison, ces investisseurs n'ont pas intérêt à souscrire à une augmentation de capital réservée et devenir actionnaire aux côtés des anciens, avant la restructuration du bilan - leur espérance de gains serait alors insuffisante - sauf à ce qu'ils obtiennent de la société des droits financiers supplémentaires en tant qu'actionnaires, stratégie qui peut avoir des effets « toxiques » pour les débiteurs en difficulté^{Note 14}. L'intérêt des créanciers qui participent à une conversion des créances en actions est alors aligné avec l'intérêt général puisqu'on accepte l'idée que, pour maximiser l'utilisation des ressources de la société nécessaire au développement de l'économie, certaines parties (créanciers et/ou actionnaires) ne seront pas payées de sorte que le redressement permette de réaliser un surplus de valeur d'entreprise. Pour cette raison, le *Chapter 11* permet à la société de repartir avec une nouvelle structure de capital qui tient compte des futures performances économiques de la société, sur la base d'un plan d'affaires préparé par le management, et la libère de tous ses engagements antérieurs envers ses créanciers et/ou actionnaires. Le juge confirme alors le redressement sur la base des éléments que lui présentent les parties et qui attestent l'existence d'un surplus de valeur devant être alors réalisé par la voie du redressement. Les actions et les titres de dette de la société réorganisée sont distribués aux créanciers (et actionnaires le cas échéant) conformément à un ordre de distribution que nous détaillerons ci-après^{Note 15}. À partir du moment où la société est insolvable, il est admis que les créanciers puissent recevoir, si ces derniers en décident ainsi, la totalité des actions composant le capital de la société, une fois réorganisée, et que les anciens actionnaires perdent tous leurs droits dans la nouvelle société. Dans ces conditions, le débiteur a donc véritablement une seconde chance avec une nouvelle structure du capital adaptée. À cet égard, le juge va même parfois jusqu'à comparer la structure du capital du débiteur avec des sociétés de la même industrie avant de considérer que le plan de redressement est alors « faisable »^{Note 16}.

12. - Le droit français des procédures collectives n'envisage pas, quant à lui, la prise de contrôle par les créanciers de la société comme une possibilité ouverte aux créanciers, comme une alternative à la liquidation immédiate ou la cession à un tiers de l'activité de la société. À l'origine, la loi du 25 janvier 1985 qui a instauré le redressement judiciaire ne prévoyait pas la possibilité pour les créanciers de prendre le contrôle de leur débiteur. Ceci n'est pas surprenant dans la mesure où le législateur a instauré une procédure de redressement de la société avant tout pour des considérations liées au maintien de l'activité en général et de l'emploi (*C. com.*, art. L. 631-1) et non pas dans l'intérêt des créanciers. La loi laisse ainsi au tribunal de commerce le pouvoir souverain^{Note 17}, en tant que juge du fond, de décider s'il faut laisser le management redresser la société, organiser son redressement par un tiers, céder son activité ou même liquider ses actifs, peu important les arguments que font valoir les parties devant lui (*C. com.*, art. L. 631-13, L. 631-15 et L. 642-1). En pratique, il prendra une décision en tenant compte du niveau d'endettement de la société et du projet de son management (ou de l'administrateur judiciaire), avec l'appui ou non des créanciers. Ainsi, en cas de refus du plan de redressement par les créanciers réunis en comités de créanciers, le tribunal pourrait tout de même leur imposer un échelonnement sur dix ans du paiement de leurs créances sans pouvoir pour autant imposer des remises (*C. com.*, art. L. 626-18). Comme l'énonce un auteur, « le juge exerce ainsi une magistrature économique qui le conduit à prendre des décisions de gestion et à exercer des choix économiques fondamentaux »^{Note 18}. L'investisseur créancier peut se voir ainsi opposer un plan le conduisant à devoir conserver des créances rémunérées à un montant qui ne tient pas compte du risque de l'actif économique de la société et ne permettrait pas un retournement de la société conforme à ses prévisions. Il peut même se voir opposer un plan de cession ne permettant pas de faire ressortir un prix de marché dans la mesure où le juge n'est pas obligé de choisir le repreneur qui propose le meilleur prix.

13. - L'ordonnance du 18 décembre 2008 (*C. com.*, art. L. 626-30-2 et L. 626-32) a certes modifié le Code de commerce, de telle sorte qu'un plan de redressement peut désormais prévoir que les créanciers recevront des actions par conversion de leurs créances. Cependant, nous n'acceptons toujours pas l'idée en France que pour maximiser les ressources de la société - maximiser sa valeur d'entreprise - il faut admettre que parfois certaines parties qui investissent dans la société - en premier lieu les actionnaires - ne puissent obtenir un retour sur leur investissement et donc perdent tous leurs droits dans la société dès lors qu'ils ne souhaitent (ou peuvent) plus remettre de l'argent, en dehors de toute

idée de faute de leur part. Ni les règles relatives à la procédure de sauvegarde, ni celles de la procédure de redressement judiciaire, ne permettent en effet au juge d'imposer aux actionnaires - non fautifs - de se retirer pour les besoins du redressement de la société, si le niveau d'endettement de la société est tel qu'ils ne disposent plus de droits économiques dans la société et que la valeur d'entreprise de la société ne repose pas sur leur présence et donc leur participation au capital de la société. Ainsi, les parties conservent des droits dans la même entité juridique et doivent se conformer à un ensemble de règles - notamment commandées par le droit des sociétés - qui viennent entraver la réalisation du processus de redressement et la maximisation de l'utilisation des ressources de la société. Formellement, le paiement des créances en actions, qui s'opère par une conversion de leurs créances en actions nouvelles de leur débiteur, requiert l'accord de l'assemblée générale des anciens actionnaires, ces derniers disposant alors d'un véritable droit de veto^{Note 19}. On peut expliquer cette différence d'approche par rapport au droit américain : ce dernier considère plus volontiers l'actionnaire comme un simple investisseur qui a souscrit à un contrat d'investissement que le juge doit faire respecter quand les actionnaires ont perdu leurs droits économiques dans la société et qu'ils ne sont plus les propriétaires résiduels, c'est-à-dire lorsque la valeur des actifs ne permet pas de rembourser le créancier le plus *junior*, ce dernier ayant alors perdu son droit fixe sur la société que lui conférait son titre de dette. Au même titre qu'un prêteur apporte de l'argent à la société, la société ne constitue alors pour lui qu'une opportunité d'investissement parmi d'autres^{Note 20}. Le droit des sociétés français a, quant à lui, une approche plus complexe du rôle de l'actionnaire. Il est tantôt investisseur, tantôt membre d'une institution - la société - mais il est surtout propriétaire de celle-ci, et à ce titre, son droit d'actionnaire - tel un droit de propriété - ne peut être remis en cause, sauf si la société juridiquement disparaît. Fort heureusement, la chambre commerciale de la Cour de cassation est venue atténuer la portée de ce principe puisqu'elle a considéré qu'une réduction du capital à zéro suivie d'une augmentation de capital par suppression du droit préférentiel de souscription, permettant l'arrivée d'un repreneur, était possible au nom de l'intérêt social, et ce même si l'opération a pour effet d'exclure de la société tous les anciens actionnaires^{Note 21}. De manière générale, le droit français des sociétés maintient une frontière encore trop étanche entre l'action et les instruments de dette qui n'a plus lieu d'être aujourd'hui compte tenu des évolutions de l'économie, les droits des sociétés des États américains ont d'ailleurs depuis deux décennies abandonné le concept de « capital social »^{Note 22}. Une partie de la doctrine perpétue le modèle de l'actionnaire proposé par notre Code de commerce en dépit des évolutions de l'économie et des techniques de financement. Certains commentateurs en France ont exprimé ainsi à cet égard leurs réserves sur le fait que des plans de redressement pouvaient désormais prévoir la faculté de convertir des créances en actions, au nom du principe d'*affectio societatis*^{Note 23} qui n'existe pourtant plus vraiment dans les grandes sociétés. La loi française n'envisage finalement l'exclusion de l'actionnaire, à la demande du Ministère public, que s'il est « fautif », en tant que dirigeant, sans que l'on sache vraiment sur quels motifs cette expropriation pourra être prononcée, sinon qu'elle ne peut désormais survenir qu'en cas de cessation des paiements, et donc qu'à l'issue d'une procédure de redressement judiciaire (*C. com., art. L. 631-19-1*). Le dirigeant actionnaire serait alors forcé de céder ses actions à un tiers - pourquoi pas les créanciers - probablement pour l'euro symbolique quand la société est insolvable. L'exclusion s'inscrit alors dans le cadre d'une procédure baptisée par certains « plan de reprise par voie interne »^{Note 24}. Le recours exceptionnel à cette mesure dans le passé démontre que le Ministère public ne paraît pas forcément être la meilleure personne pour en décider. En conclusion, le droit français présente un certain nombre de contraintes, qui sauf cas particulier, ne facilitent pas la prise de contrôle par les créanciers de la société quand le contexte économique et la situation d'endettement de la société le justifient.

B. - Les créanciers doivent avoir un rôle suffisant au cours du déroulement de la procédure de redressement de manière à obliger le débiteur à restructurer la société suffisamment en amont des difficultés

14. - Le choix du redressement est justifié par l'existence d'une valeur d'entreprise à préserver chez la société en difficulté. Cela suppose que les difficultés de la société soient traitées suffisamment en amont, avant que la situation financière de la société ne se détériore complètement. À cet égard, l'évolution du monde économique et financier contraint les sociétés à devoir anticiper, encore plus qu'auparavant, le règlement de leurs difficultés. L'information financière est aujourd'hui davantage accessible et les opérateurs économiques sont soumis à de plus en plus de contraintes, en termes de diffusion au public de ce type d'informations. Dès lors, les effets négatifs liés à la divulgation des difficultés du débiteur surviennent plus rapidement, notamment au niveau de ses relations commerciales, conduisant

à une destruction rapide de la valeur de l'entreprise^{Note 25}. De plus, dans un monde où la richesse est de plus en plus dématérialisée, la stigmatisation causée par les spéculations autour de l'ouverture d'une procédure collective peut affecter d'autant plus la société, causant des dommages à sa réputation et/ou à l'image de ses marques, et pouvant provoquer le départ de ses employés clés pour la poursuite de l'activité^{Note 26}. Ce sont autant de raisons qui justifient une anticipation du règlement des difficultés. L'investisseur créancier pourra, pour cette raison, décider d'intervenir avant l'ouverture d'une procédure collective de la société en difficultés^{Note 27}. À défaut, il ne pourra envisager d'investir dans la société en vue de la redresser que si les conséquences de son placement sous protection judiciaire sur sa valeur d'entreprise sont limitées. Cela suppose que, d'une part, le dirigeant ait ouvert une procédure collective suffisamment tôt et, d'autre part, qu'il soit prêt à collaborer avec les créanciers pour restructurer son bilan et, le cas échéant, son activité si nécessaire, c'est-à-dire qu'il s'associe au plan des créanciers. Or la dynamique du droit des procédures collectives applicable a une influence significative sur ces deux aspects. **Elle impose en effet un cadre aux négociations entre le débiteur et les créanciers et a un impact direct sur le moment de l'ouverture de la procédure collective.**

15. - Aux États-Unis, l'expérience montre que le dirigeant est obligé, non seulement dans l'intérêt de la société mais aussi contractuellement, d'anticiper les difficultés encore plus tôt qu'auparavant. L'évolution des techniques de financement au cours des dernières années permet en effet désormais aux créanciers *senior* d'exercer, en cas de difficultés de la société, un contrôle étroit sur la trésorerie de celle-ci^{Note 28} et grâce aux *covenants* bancaires (portant notamment sur les ratios financiers), un contrôle sur la gouvernance de la société, que les actionnaires d'une société cotée ne peuvent bien souvent pas exercer dans de telles circonstances^{Note 29}. Ce contrôle peut conduire les créanciers *senior* jusqu'à pouvoir exiger la démission du dirigeant et son remplacement par un tiers si l'intérêt de la société l'exige^{Note 30}. Le dirigeant sait qu'il ne peut utiliser la procédure du *Chapter 11* pour protéger ses propres intérêts, notamment pour conserver ses fonctions de dirigeant. **La dynamique du *Chapter 11* permet en effet d'éviter ce type d'abus. Le dirigeant sait que, sauf à ce que les actionnaires aient la capacité et la volonté d'augmenter les fonds propres de la société pour rééquilibrer le bilan, les créanciers deviendront ses actionnaires demain, une fois réalisé le changement de structure du capital de la société.** Ainsi, même si le dirigeant peut en théorie s'affranchir de la tutelle des créanciers en plaçant la société sous protection judiciaire dès que les premières difficultés surviennent^{Note 31}, il dispose seulement d'une période de 120 jours au cours de laquelle il a le droit exclusif de proposer un plan de redressement qui devra convaincre le juge que le redressement permet de réaliser un surplus de valeur. En pratique, la durée de la période d'exclusivité est rarement étendue par le juge. À l'expiration de cette période, les créanciers pourraient proposer leur propre plan qui conduira à un changement de structure de capital de la société. Compte tenu de ces règles, le conseil d'administration du débiteur ne peut se permettre d'ignorer la pression exercée par les créanciers en amont pour rétablir la situation financière de la société. Il donnera suite ainsi à la demande des créanciers qui souhaiteraient, le cas échéant, remplacer l'équipe dirigeante en place par une équipe spécialisée dans la restructuration des sociétés et la préparation de plan de redressement avant que la situation de la société s'aggrave. Les cas d'instrumentalisation de la procédure du *Chapter 11* sont quasi inexistants dans les moyennes et les grandes entreprises aux États-Unis.

16. - À l'inverse, la dynamique de notre droit des procédures collectives n'oblige pas les dirigeants de société à régler suffisamment en amont les difficultés financières et à collaborer de manière satisfaisante avec les créanciers pour protéger la valeur d'entreprise de la société et limiter ainsi les coûts de restructuration. Les modifications dernièrement apportées à l'article L. 620-1 du Code de commerce par l'ordonnance du 18 décembre 2008 pour faciliter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde n'y changeront rien^{Note 32}. La faible influence des créanciers sur le cours de la restructuration et dans l'élaboration du plan de redressement constitue un frein à l'anticipation des difficultés et ce, malgré une évolution des techniques financières en France similaire à celle observée aux États-Unis qui devrait pourtant les obliger à collaborer avec leurs créanciers *senior* et à restructurer leur bilan quand les premières difficultés surgissent. Les dirigeants peuvent *a minima* continuer à nier pendant un certain temps l'existence de difficultés et au pire, instrumentaliser la procédure de sauvegarde pour échapper à leur tutelle et espérer un rééchelonnement forcé de la dette. Ainsi, si certains conseils d'administration de sociétés françaises pourront parfois accepter la tutelle des créanciers, à l'image de celui de la société Thomson^{Note 33} qui a connu plusieurs changements de dirigeants et qui renégocie difficilement sa dette avec ses créanciers avant même l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Ce n'est pas

toujours le cas, à l'image du conflit opposant les dirigeants de la société Belvédère et ses créanciers^{Note 34} et où les dirigeants sont également les actionnaires fondateurs de la société et ont conservé une part significative de son capital^{Note 35}. Les règles d'élaboration du plan de redressement figurant dans le Code de commerce ne permettent donc pas d'éviter une instrumentalisation de la procédure de sauvegarde par ses dirigeants. En effet, tant dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, que dans celui d'une procédure de redressement, les créanciers n'ont pas la possibilité, sans l'accord du management ou le cas échéant, de l'administrateur judiciaire, de proposer un plan de redressement leur permettant de prendre le contrôle de la société ; ils peuvent uniquement faire des propositions, et ce, même si la société est en situation de cessation des paiements et donc probablement insolvable depuis déjà longtemps^{Note 36}. S'ils sont titulaires de titres obligataires, la loi ne permet pas qu'ils fassent des propositions sur le plan, à l'image de la situation dans le dossier Belvédère, puisque officiellement ils ne font pas partie des comités de créanciers^{Note 37}. Cet état de droit et de fait ne forcera pas les débiteurs à anticiper les difficultés bien avant la cessation des paiements et à collaborer avec les créanciers pour trouver une solution, certes dans l'intérêt de ces derniers, mais aussi celui de la société, les deux étant liés quand la société connaît des difficultés. Les actionnaires à qui on annoncerait, au cours par exemple d'une négociation sous mandat *ad hoc*, qu'ils n'auront droit à rien dans la société réorganisée, pourraient toujours en effet préférer attendre l'ouverture le plus tard possible d'une procédure de redressement pour obtenir des avantages qui ne seraient pas forcément dus^{Note 38}. Entre temps, le dirigeant aura conservé ses fonctions, même s'il est responsable des difficultés de la société ou même si on peut juger préférable pour la société de faire nommer à sa tête un spécialiste des situations de crise. Les chances d'obtenir rapidement un accord permettant le redressement des sociétés au bilan complexe sont donc minces. La réduction de la période de sauvegarde souhaitée par l'ordonnance du 18 décembre 2008 pourrait n'être qu'un vœu pieux en pratique sauf quand les parties sont des investisseurs avertis et ne sont pas en situation de conflits d'intérêt avec la société^{Note 39}. *In fine*, ces difficultés juridiques entraînent une destruction de la valeur de l'entreprise en difficulté. La société en cessation des paiements ou dans un état proche au moment où se décide son redressement, ne constituerait alors pas une cible d'investissement attractive pour l'investisseur créancier au regard des coûts de restructuration.

C. - L'ordre de distribution prévu par le plan de redressement doit être conforme à l'ordre de priorité des paiements existant entre les créanciers et les actionnaires

17. - L'investisseur créancier doit pouvoir prévoir à l'avance l'ordre des distributions fixé par le plan de redressement s'il veut pouvoir déterminer à l'avance quelle tranche de dette est susceptible de donner lieu à un paiement en actions à l'issue de la restructuration de la société. Ainsi, il doit pouvoir être sûr qu'un créancier détenant une tranche de dette *senior* dans l'ordre des distributions sera au terme du plan de redressement remboursé en intégralité avant lui (éventuellement sous la forme d'une remise de nouveaux titres de dette ou d'un paiement en espèces). Il peut avoir cette certitude aux États-Unis dans la mesure où le droit des sociétés en difficulté fixe un ordre des distributions qui doit respecter en principe l'*absolute priority rule*. Aux États-Unis, dès lors que l'on accepte l'idée que certaines personnes ne seront pas complètement payées pour maximiser la valeur d'entreprise de la société, le droit permet d'identifier très clairement les parties qui sont en droit de réclamer des droits dans la nouvelle structure du capital de la société. L'*absolute priority rule* fixe comme principe que l'ordre des distributions doit respecter l'ordre des paiements existant - toute sa place doit être faite au contrat, au consensualisme^{Note 40}. Ainsi, un créancier ne peut être en principe remboursé, ne serait-ce que partiellement, tant qu'un créancier *senior*, compte tenu de l'ordre de priorité des paiements existant avant l'ouverture de la procédure collective, n'a pas totalement été remboursé. L'investisseur créancier pourra prendre connaissance de cet ordre de priorité existant au cours d'un audit juridique et financier qu'il aura effectué, avant de racheter une quote-part de la dette sur le marché secondaire.

18. - Aux États-Unis, avant d'approuver un plan de redressement, tous les constituants de la société (actionnaires et créanciers) doivent être répartis en catégories formant chacune un groupe homogène pour que chaque situation différente au regard de l'ordre de priorité existant avant l'ouverture de la procédure collective soit traitée de manière distincte. Le débiteur doit constituer les catégories sous le contrôle du juge au début de la procédure du *Chapter 11* ; cette mission peut s'avérer particulièrement délicate et donner lieu à des contestations. Ainsi, les titulaires de sûretés de premier rang (*first lien*) figureront dans une catégorie à part, précédant par exemple dans l'ordre la catégorie des

titulaires de sûretés réelles de second rang (*second lien*), puis celle des créanciers chirographaires (qui pourront être répartis en plusieurs catégories en fonction de la nature de leurs liens avec le débiteur), suivie éventuellement de la catégorie des créanciers subordonnés et des actionnaires de préférence (éventuellement), puis, en dernier lieu, celle des actionnaires ordinaires. De cette manière, le droit américain des sociétés en difficulté donne aux sûretés, ainsi qu'aux conventions de subordination et de rang, leur effet maximal. Il permet de faire approuver un plan de redressement unique malgré la complexité de certains bilans de sociétés à partir du moment où l'ordre de priorité existant est respecté.

19. - Il n'existe pas en droit français de principe équivalent à l'*absolute priority rule*. Dans la mesure où le plan de redressement de la société ne se justifie pas dans l'intérêt des créanciers, le droit français des procédures collectives ne fait pas - logiquement - du respect de l'ordre de priorité des paiements existant une condition au redressement de la société. Les dispositions du Code de commerce relatives à l'approbation du plan de redressement par les créanciers et les actionnaires sont à cet égard révélatrices. Un plan prévoyant une conversion des créances en actions devrait être d'abord approuvé par les créanciers réunis au sein du comité des établissements bancaires ou assimilés^{Note 41} ou au sein du comité des fournisseurs, puis par les porteurs d'obligations réunis en une seule masse, quel que soit leur rang de priorité, et enfin, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société. Le législateur ne tient ainsi pas compte de l'évolution des techniques de financement, évolution qui a pu conduire à l'instauration d'un ordre de priorité particulièrement complexe au sein des sociétés, même de taille moyenne. Certes, la loi prévoit qu'il est possible dans le plan d'établir « *un traitement différencié entre les obligataires si les différences de situation le justifient* » (*C. com., art. L. 626-32*). Cependant, le respect de l'ordre de priorité n'étant pas une condition au redressement en droit français, à partir de quels critères le tribunal de commerce pourrait-il considérer que « *les intérêts de tous les créanciers sont [ou non] suffisamment protégés* » et refuser le cas échéant l'homologation d'un plan approuvé par tous les catégories de constituants ? (*C. com., art. L. 626-31*). Les conventions de subordination entre créanciers pourront être ainsi allègrement violées. Le droit français a ainsi une approche un peu trop simpliste de la réalité économique qui est susceptible de conduire à des abus si un créancier détient à lui seul la majorité qualifiée au sein d'un comité. Sauf à ce que le tribunal de commerce s'oblige à reconnaître les différentes catégories de créanciers, il existe ainsi une incertitude sur le respect de l'ordre de priorité des paiements entre les créanciers par le plan de redressement. Il n'y a donc pas de « *fulcrum security* » en droit français, ce qui explique qu'il soit si difficile d'aboutir à un accord entre les créanciers au cours des négociations quand le bilan de la société est très complexe - on citera à titre d'exemple les difficultés pour les créanciers et les actionnaires de la société Anovo pour trouver un accord depuis plus de six mois^{Note 42}. Cette incertitude aura nécessairement un coût pour la société française qui souhaiterait s'endetter à moindre prix.

D. - Les créanciers sont encouragés à s'entendre sur une juste valeur d'entreprise de la société, à défaut le juge doit pouvoir trancher

20. - Puisque le redressement doit conduire à un transfert du contrôle de la société par ses créanciers - son rachat pour un certain montant de leurs créances - la valeur d'entreprise de la société, qui détermine le montant auquel elle peut être rachetée, est une question au centre de la procédure du *Chapter 11*. C'est en effet en fonction de l'ordre des priorités existant et de la valeur d'entreprise de la société post-restructuration que seront identifiés les créanciers détenteurs du droit sur les actifs résiduels de la société et, par voie de conséquence, les détenteurs de la *fulcrum security*. L'investisseur créancier doit donc faire en sorte que sa propre estimation corresponde à l'estimation à partir de laquelle sera établi le plan de redressement s'il veut pouvoir obtenir les titres de capital qui donneront droit à l'actif résiduel de la société. S'il achète une tranche de dette qui est trop *senior*, il court le risque de recevoir une contrepartie égale à la valeur actualisée du montant principal des dettes qu'il détient, sous forme de nouveaux titres de dette ou de paiement en espèces. S'il achète une tranche de dette qui est trop *junior*, il court le risque de tout perdre. L'estimation de la valeur d'entreprise d'une société n'étant pas une science exacte, le risque d'échec de la stratégie d'acquisition peut être significatif. À cet égard, le droit américain encourage les différentes parties à s'accorder sur la valeur d'entreprise du débiteur, limitant l'incertitude résultant d'une intervention judiciaire dans le règlement du processus de restructuration et les délais occasionnés par une telle évaluation. Le recours à une évaluation judiciaire de la valeur d'entreprise de la société n'est en effet plus systématique aux États-Unis^{Note 43}. Cette réforme fait notamment suite au constat, d'une part, des difficultés inhérentes à l'évaluation par un tiers externe à la société de la valeur d'entreprise d'une société, qui plus

est, quand celle-ci connaît des difficultés financières, et d'autre part, de la nécessité d'accélérer la procédure du *Chapter 11* afin d'éviter une destruction rapide de la valeur d'entreprise de la société^{Note 44}. Cependant, si des catégories entières de créanciers et d'actionnaires refusent le plan (et pas seulement des créanciers/actionnaires au sein de catégories qui l'auraient approuvé), elles pourront encore contester devant le juge l'évaluation retenue par les autres parties et obtenir le cas échéant une évaluation judiciaire qui ne soit pas simplement une estimation de sa valeur liquidative. Néanmoins, en pratique, les juges tolèrent de moins en moins les recours dilatoires des créanciers et actionnaires qui apparaissent de manière ostensible trop subordonnés dans l'ordre des priorités pour pouvoir espérer obtenir des droits dans la société réorganisée au terme du plan^{Note 45}.

À cet égard, le juge pourra plus facilement exercer sa mission - consistant à préserver la valeur d'entreprise de la société et s'assurer que tous les constituants qui méritent de l'être compte tenu de la valeur d'entreprise de la société sont bien servis - qu'il pourra souvent utiliser le prix offert pour l'activité de la société sur le marché comme une valeur de référence acceptable, grâce à la profondeur du marché des fusions et acquisitions aux États-Unis. Aujourd'hui, les conditions de vente de l'activité d'une société en difficulté à l'initiative de ses créanciers sont aux États-Unis très proches de celle d'une société saine par ses actionnaires^{Note 46}. Le développement des marchés financiers a permis d'augmenter la compétition pour les actifs de société en difficulté. Pour cette raison, des processus de cession et de restructuration sont souvent menés en parallèle aux États-Unis^{Note 47}.

21. - Il existe ainsi un espace permettant aux créanciers de s'entendre sur la valeur d'entreprise de la société à retenir pour l'élaboration du plan que l'investisseur créancier doit utiliser en sa faveur. Les créanciers *senior*, qui sont par hypothèse des établissements bancaires, peuvent avoir intérêt à adopter une estimation conservatrice : les créanciers plus *junior*, dont l'investisseur créancier fait par hypothèse partie, ne seraient alors pas servis et donc exclus du droit de décider du sort de la société. De cette manière, les créanciers *senior* provoqueraient une vente de l'activité de la société leur permettant de monétiser immédiatement leurs créances plutôt que de « subir » le redressement de la société. L'investisseur créancier voudra, quant à lui, démontrer que la valeur post-restructuration de la société est supérieure à la valeur de marché, soit le prix que pourrait obtenir les créanciers *senior* en cas de cession immédiate de l'activité à un tiers. Il devra ainsi transmettre son plan d'affaires qu'il aura construit avec l'aide des dirigeants de la société. L'asymétrie d'information existant entre les dirigeants et l'investisseur créancier, d'une part, et les repreneurs potentiels, d'autre part, devrait en principe conduire les premiers à mieux valoriser la société^{Note 48}. Ainsi, le surplus de valeur d'entreprise préservé en cas de restructuration la société permettra à l'investisseur créancier de revendiquer le droit de recevoir les titres de capital de la société. En définitive, l'investisseur créancier doit négocier avec les autres créanciers, pour s'assurer, d'une manière ou d'une autre, le contrôle sur la répartition des titres de capital de la société. La multiplication des valeurs mobilières ayant le caractère d'option (titres convertibles, bons de souscription), dont la valeur est contingente à la performance future de la société, lui offrira une certaine flexibilité^{Note 49}. Ainsi, dans la mesure où la procédure du *Chapter 11* favorise le consensualisme entre les parties, à partir du moment où celles-ci s'accordent sur l'ordre de priorité des paiements, elles ont intérêt à conclure un accord.

22. - En France, la question de l'estimation de la valeur d'entreprise de la société post-restructuration n'est pas envisagée par le droit des procédures collectives. Ceci n'est pas surprenant dans la mesure où la loi du 25 janvier 1985 ne prévoyait pas initialement que les créanciers puissent prendre le contrôle de la société. Ni la loi de 26 juillet 2005, ni l'ordonnance du 18 décembre 2008 n'ont traité cette question pourtant essentielle à la réalisation du processus de redressement prévoyant une conversion des créances en actions. La question de la valorisation de la société ne donne donc pas lieu à un débat contradictoire devant le juge qui n'a pas la possibilité d'imposer une évaluation judiciaire pour trancher les contestations, alors même que la composition des comités de créanciers ne permet pas d'assurer le respect de l'ordre des paiements existant. Dans le cadre de l'élaboration d'un plan de redressement, les créanciers *senior* pourraient ainsi, avec l'aide des actionnaires, imposer une valeur conservatrice aux créanciers *junior* siégeant dans le même comité des établissements de crédit, à moins que ces derniers, disposant d'une minorité de blocage, puissent imposer une valeur d'entreprise qui leur est plus favorable.

23. - La question de la valeur d'entreprise de la société n'est en définitive abordée en France que de manière indirecte uniquement à travers la réglementation boursière. Le règlement général de l'Autorité des marchés financier (AMF)

prévoit en effet qu'en cas d'augmentation de capital réservée réalisée par une société cotée avec une décote supérieure à celle autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et entraînant un changement de contrôle au profit d'un actionnaire, agissant seul ou de concert, un expert indépendant devra rendre un rapport sur l'équité de l'opération, préalablement à la tenue de l'assemblée générale convoquée pour approuver la recapitalisation. Il est ainsi chargé d'un contrôle sur la valeur d'entreprise de la société retenue par les parties pour les besoins de la réorganisation ; il va même jusqu'à apprécier la valeur des valeurs mobilières complexes émises^{Note 50}. Pour les mêmes raisons pour lesquelles le droit américain des entreprises en difficulté a fait le choix de favoriser le consensualisme, il est permis de douter de la pertinence de l'attestation rendue par l'expert indépendant^{Note 51}. En effet, l'exercice est particulièrement délicat compte tenu du peu de temps dont dispose l'expert pour rendre son rapport, alors même qu'il n'a aucun historique commun avec la société, de la difficulté d'apprécier le plan d'affaires préparé par le management d'une société en difficulté et ce, d'autant plus, qu'il n'existe pas comme aux États-Unis, un marché des sociétés en difficulté suffisamment développé pour servir de valeur de référence acceptable pour les créanciers^{Note 52}. En définitive, les risques liés aux conditions d'approbation du plan de redressement et notamment la détermination de la valeur d'entreprise rendent imprévisible la détermination de la valeur d'entreprise de la société et donc l'issue de la restructuration.

E. - Les règles d'approbation du plan doivent donner le droit aux seuls créanciers détenteurs des droits sur l'actif résiduel de la société de décider de son sort, et le juge doit pouvoir imposer le plan aux autres constituants dissidents

24. - Enfin, comme évoqué précédemment, la réalisation d'une opération de « *loan to own* » nécessite que les règles d'approbation du plan de redressement donnent aux seuls créanciers de la *fulcrum security* le droit de décider du sort de la société. À cet égard, le droit américain des sociétés en difficulté prévoit que les catégories de créanciers qui ne sont pas affectées par le plan de restructuration - ils reçoivent des instruments de dette dont la valeur actualisée est égale au montant principal des dettes qu'ils détiennent - sont réputées avoir accepté le plan^{Note 53}. Elles ne participent même pas au vote. Cette disposition permet d'imposer le plan de redressement aux créanciers les plus *senior* de la société qui, ayant l'assurance de pouvoir être entièrement remboursés immédiatement en cas de cession de l'activité de la société à un tiers repreneur (ou de liquidation immédiate de la société), n'ont en principe aucun intérêt à courir le risque d'échec du retournement de la société. Par ailleurs, les catégories de créanciers et/ou d'actionnaires qui n'auront aucun droit dans la société réorganisée ne sont pas non plus consultées. Le juge pourra leur imposer les termes du plan de redressement que si un certain nombre de conditions sont remplies, cette procédure est baptisée la « *cram down procedure* ». Il devra, à cette occasion, vérifier que le plan de distribution a été approuvé par au moins une catégorie de créanciers affectés, qu'il est juste et équitable au regard de l'*absolute priority rule*, ce qui revient à vérifier, si les actionnaires ne reçoivent rien, que les créanciers les plus *junior* n'ont pas été totalement remboursés au terme du plan de distribution (voire n'ont rien reçu)^{Note 54} et qu'enfin, le plan ne crée par de discriminations injustifiées entre les catégories de créanciers/actionnaires qui seraient situées à un même niveau dans l'ordre des priorités existant en dehors d'une procédure collective. La mission du juge aux États-Unis est donc très délicate compte tenu de la complexité des situations qu'il doit gérer. Pour cette raison, on remarque qu'au cours des trente dernières années, toutes les procédures de *Chapter 11* ouvertes par des grandes sociétés américaines ont été supervisées par deux tribunaux seulement, le tribunal des faillites du district sud de New-York et celui du district du Delaware^{Note 55}.

25. - *In fine*, la décision concernant le sort de la société revient bien aux détenteurs de la *fulcrum security* quand la société est insolvable. L'investisseur créancier doit faire en sorte de racheter dans une proportion suffisante (au moins un tiers pour constituer une minorité de blocage) cette *fulcrum security* pour pouvoir avoir une influence suffisante pour convaincre les autres créanciers qui en sont également détenteurs, de la conversion de leurs créances en actions plutôt qu'un paiement partiel et immédiat de leurs créances. Il devra ainsi obtenir l'autorisation des créanciers représentant au moins la moitié du nombre de créances formant la *fulcrum security* et d'au moins 2/3 du montant de la *fulcrum security*. En pratique, afin de les inciter à approuver son plan, l'investisseur créancier pourra leur proposer de réinvestir dans la société à des conditions avantageuses à l'occasion de l'augmentation de capital en numéraire nécessaire pour financer, le cas échéant, les besoins en fonds de roulement et les dépenses d'investissement de la société. L'investisseur créancier

aide ainsi à la réalisation d'un consensus sur un plan de redressement quand le nombre et la diversité des créanciers de la société peuvent constituer un obstacle. Dans la mesure où il détient une participation significative des actions du débiteur, l'investisseur créancier aura un intérêt évident à maximiser la valeur des actifs du débiteur. Le principe du transfert du contrôle de la société aux détenteurs de la *fulcrum security* participe de la thèse défendue par certains auteurs américains pour qui le changement de gouvernance dans une société insolvable s'impose dès lors qu'il permet au « propriétaire résiduel », celui dont les intérêts sont par définition parfaitement alignés avec ceux de la société, de prendre le contrôle de la société, peut importe que celui-ci détienne à l'origine des instruments de dette. Le propriétaire résiduel est en effet celui qui tire bénéfice du profit marginal gagné par la société et qui inversement subit les conséquences de la perte marginale par la société et il s'avère que c'est un créancier à partir du moment où la société est insolvable^{Note 56}.

26. - À l'inverse, le droit français des procédures collectives ne permet pas au juge d'imposer un plan de restructuration prévoyant une conversion des créances en actions, ni aux comités de créanciers (ou même à l'assemblée des obligataires), ni aux actionnaires - hormis le cas de faute du dirigeant comme évoqué précédemment^{Note 57}. L'article L. 631-19-1 du Code de commerce prévoit en effet le cas où l'administrateur pourra voter à la place du dirigeant de droit ou de fait en cas de redressement judiciaire, mais cette disposition a pour but de sanctionner le dirigeant « fautif ». Or, quel intérêt les actionnaires - non fautifs - auraient-ils à approuver un plan de redressement/de sauvegarde qui prévoit qu'ils n'auront plus aucun droit dans la société compte tenu de l'estimation qui a été faite de la valeur d'entreprise ? Ce droit de veto les encouragera à exiger une contrepartie qui ne serait pas forcément due et donc des écarts par rapport à l'ordre de priorité existant. Cette contrepartie pourrait prendre la forme d'une attribution gratuite de bons de souscription d'actions (BSA) dans la société en échange de la cession pour un euro de leurs actions. Cette « manoeuvre » aura pour effet, *a minima* si elle échoue, de retarder l'aboutissement d'un accord au détriment de la société, au pire si elle réussit, de faire peser sur les seuls créanciers de la société le risque d'échec de l'opération de retournement de la société, alors même que ceux-ci ont accepté de ne pas monétiser immédiatement leurs créances au moyen d'une cession à un tiers de l'activité. À l'inverse, les actionnaires qui recevraient gratuitement des BSA ne pourront que tirer profit du retournement éventuel de la société sans en subir les dommages en cas d'échec. Toutefois, dans les dossiers de restructuration de LBO, un fonds d'investissement de *private equity*, actionnaire qui adopterait cette stratégie vis-à-vis des créanciers des sociétés en difficulté dont il est propriétaire courrait un risque de réputation qui est un élément stratégique pour son activité. L'existence de ce risque devrait selon nous limiter en pratique certains écarts par rapport à l'ordre des paiements existant, le fonds actionnaire gardant en tête qu'il devra compter demain sur ces mêmes créanciers à l'occasion d'une nouvelle acquisition. En attendant, il pourra compter sur la mésentente des créanciers pour conserver le contrôle de la société, stratégie qui pourra cependant parfois échouer.

27. - Dans le cas d'Eurotunnel, un accord a été obtenu malgré la complexité du bilan de la société à l'issue des négociations particulièrement longues. Néanmoins, on peut penser que la société a ainsi pu survivre à cette longue période de sauvegarde ou raison de la particularité de son activité. Eurotunnel dispose en effet d'un monopole sur le marché du transport ferroviaire transmanche qui peut, à lui seul, expliquer que sa valeur d'entreprise n'ait pas été complètement détruite par les effets de la procédure collective. Par ailleurs, sur le plan des principes, on peut certes se réjouir que le plan de sauvegarde ait prévu que les petits porteurs puissent conserver à terme environ 13 % du capital d'une société^{Note 58}, (après dilution des instruments financiers remis aux créanciers) dont le projet économique de départ ne pouvait qu'échouer, compte tenu des niveaux d'investissements requis et en l'absence d'aide des pouvoirs publics. Toutefois, en mettant de côté les particularités de l'affaire et ses résonances politiques doit-on de manière générale se satisfaire que les actionnaires (petits ou grands) puissent exiger de conserver une part du capital à l'issue de la restructuration et ce, en violation de l'ordre des priorités, les créanciers ayant dû renoncer au remboursement d'une partie de leurs créances ? En définitive, il appartient aux créanciers de décider s'il paraît ou non préférable de limiter les effets dilutifs pour les actionnaires résultant de la conversion des créances en titres de capital. Ceci peut arriver lorsque qu'ils considèrent que la valeur d'entreprise de la société repose essentiellement sur les compétences des dirigeants actionnaires, ce qui est très rare dans les grandes sociétés cotées. Dans ce cas, les créanciers investisseur n'auraient alors pas intérêt à prendre le contrôle de cette catégorie de sociétés, sauf à ménager le sort de ses dirigeants, non pas parce que la loi le commande (et leur a offert à cet effet un droit de veto), mais parce qu'ils ont un intérêt financier à le faire

pour maximiser la valeur de l'entreprise de la société^{Note 59}. Les créanciers pourraient également dans ce cas de figure proposer aux dirigeants de réinvestir à leurs côtés dans la société, une fois celle-ci réorganisée pour aligner leurs intérêts sur ceux de la société et éviter leur départ alors qu'ils sont clés dans le retournement de la société.

3. Conclusion

28. - En conclusion, notre droit français des procédures collectives présente un certain nombre d'inconvénients rendant imprévisibles les conditions de la restructuration de la société dès lors que celle-ci a un bilan un peu complexe. La réalisation d'opérations de « *loan to own* » via le rachat de titres de dette sur le marché secondaire est alors extrêmement difficile. La faible réception en France de ce phénomène met ainsi en lumière les imperfections de notre Code de commerce, en particulier en matière de redressement des entreprises pour les moyennes et les grandes entreprises et de manière plus générale, sur le plan de l'efficacité économique du droit des procédures collectives et du respect de l'ordre de priorité des paiements. Notre Code du commerce doit dépasser le cadre de l'entreprise dirigée par son actionnaire fondateur. Ceci est d'autant plus urgent que dans la période actuelle, des montages LBO doivent pouvoir être rapidement restructurés. À cet égard, d'autres problèmes sont alors susceptibles de se poser que nous ne pouvons ici traiter, comme celui de l'indépendance des procédures collectives de la société opérationnelle et de la société holding, le problème du traitement des procédures collectives ouvertes dans plusieurs pays à la fois ou encore celui de la capacité des tribunaux de commerce à pouvoir appréhender ce type de dossiers complexes. En tout état de cause, un changement de philosophie du droit des procédures collectives et du droit des sociétés en France est nécessaire pour s'adapter aux évolutions de l'économie et des techniques de financement si l'on veut vraiment développer en France l'activité du retournement. Notre droit doit pour cela revenir à des objectifs plus modestes, les règles de droit ne peuvent être une solution à des problèmes qui ne relèvent pas du droit. Il ne peut faire des miracles. Les pouvoirs publics doivent davantage faire confiance aux investisseurs pour déterminer le sort de l'entreprise. Sans respect de l'ordre de priorité existant et sans véritable changement de la structure du capital des sociétés, des projets susceptibles d'être créateurs de valeur sont alors abandonnés et des sociétés qui le mériteraient n'ont pas droit à un vrai second départ. Par ailleurs, des changements culturels semblent aussi devoir s'imposer au sein des établissements bancaires en France qui ont encore du mal à accepter l'idée qu'ils puissent être amenés à devoir prendre le contrôle de leurs débiteurs dans certaines situations. Gageons que la multiplication du nombre de fonds d'investissement prêts à réaliser des opérations de « *loan to own* » pourrait leur donner l'opportunité de monétiser rapidement leurs créances, sinon les inciter à accepter de recevoir des titres de capital. Néanmoins, sans évolution du droit, les établissements bancaires qui souhaiteraient comme dans l'affaire *Monier*^{Note 60}, prendre le contrôle de leurs débiteurs connaîtront les mêmes difficultés qu'un investisseur créancier qui souhaiterait racheter la dette de la société sur le marché secondaire, avec en définitive le risque que la nouvelle structure du capital du débiteur ne soit pas adaptée, au regard des prévisions de résultat d'exploitation de la société.

Note 1 L'auteur remercie Jean-Pierre Mattei, Jean-Christophe David, Hadrien Schlumberger, Hélène Lecot, Alexandre Beroud pour leurs précieuses observations et suggestions sur une version antérieure. Le déni de responsabilité vaut comme à l'ordinaire. L'auteur remercie également M. le professeur Douglas G. Baird pour les éclaircissements apportés sur le droit américain des sociétés en difficultés.

Note 2 V. par ex. David C. Smith & Per Strömberg, « *Maximizing the Value of Distressed Assets : Bankruptcy Law and the Efficient Reorganization of Firms*, », rapport préparé pour la conférence de la Banque Mondiale mars 2004, [http://www.sifr.org/PDFs/smithstromberg\(wb2005\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/smithstromberg(wb2005).pdf)

Note 3 L. n° 2005-845, 26 juill. 2005 de sauvegarde des entreprises : *Journal Officiel* 27 Juillet 2005.

Note 4 *Ord. n° 2008-1345, 18 déc. 2008 : Journal Officiel* 19 Décembre 2008.

Note 5 L. n° 85-98, 25 janv. 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises. On soulignera que l'apurement du passif (et donc le paiement des créanciers) n'est placé qu'au troisième rang des motifs justifiant la réorganisation de la société après la poursuite de l'activité et le maintien de l'emploi.

Note 6 À cet égard, le cours de l'action des sociétés cotées de taille modeste subit une décode de liquidité en raison de leur flottant plus faible, rendant moins attractive pour ces sociétés une augmentation de capital.

Note 7 V. H. Rosenberg, *The vulture investors 16-19* (John Wiley & Sons, Inc. 2000), M. Harmer « Trends in distressed debt investing : an empirical study of investors' objectives », *American Bankruptcy Institute Law Review*, Vol. 16, n° 69, 2008, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1147643 et M. Harmer « The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing » 77 *Fordham L. Rev. Nov 2008 p. 101* qui décrit plusieurs opérations de « loan to own » dont la prise de contrôle de Allied Holdings Inc. Curent Report (Form 8-K), item 1.01 (June 4, 2007).

Note 8 On notera à titre anecdotique, la prise de contrôle de la société Infogrames Entertainment (désormais Atari) par les fonds d'investissement gérés par Bluebay Asset Management sans que l'on puisse cependant prêter aux fonds la volonté d'avoir voulu au moment du rachat de la dette prendre le contrôle de la société (Visa AMF n° 06-0484).

Note 9 V. par exemple, R. Nevins & J. Salman, *Private-Equity : Homing in on distressed debt : I.F.L.R. 1er sept. 2006*. - I. Beverini & B. Cova, *How hedge funds are changing distressed debt : I.F.L.R., 1er Juin 2006*. - N. de Gernay, *En 2007, le monde de la restructuration de la dette des entreprises change. Mission Impossible ? : Échanges, janv. 2007, n° 239*. De nombreuses sociétés, fortement endettées, ont en effet des difficultés d'accès au financement et sont ainsi susceptibles de devoir prochainement ouvrir une procédure collective. En particulier, depuis la fin du précédent cycle haussier, le changement des règles prudentielles applicables aux établissements bancaires a permis l'entrée en scène d'investisseurs, tels que les fonds alternatifs et les fonds de *private equity*. Ces éléments permettent de penser que certains fonds d'investissement pourraient souhaiter utiliser le rachat de dette à prix décoté (*distressed debt*) pour, *in fine*, prendre le contrôle de moyennes ou grandes entreprises en difficulté.

Note 10 Il existe en effet d'autres formes d'opérations de « loan to own ». Il est ainsi possible pour les investisseurs créanciers de poursuivre une stratégie de « loan to own » avant ou après l'ouverture d'une procédure du *Chapter 11*, de racheter uniquement de la dette sur le marché secondaire ou de proposer directement un financement à la société en difficulté à des conditions permettant à terme le conversion des créances en actions. V. par exemple, Sean A. O'Neal, *Buying Debt And Taking Control Of Distressed Companies*, Cleary Gottlieb Steeb Hamilton's Merger's & Acquisitions and Corporate Governance Report 2007. La prise de contrôle des créanciers peut s'effectuer également autrement que par la voie du redressement, mais aussi par la cession de l'activité aux créanciers *senior* pour le montant de leurs créanciers, à l'issue de la procédure du *Chapter 11* ou avant, conformément à la Section 363 du *Bankruptcy Code*, à l'image de ce qui a été réalisé par le Trésor américain et le Gouvernement canadien sur la société Generale Motors, V. B. Simon *Financial Times* 31/05/2009. « Q.A : Chapter 11 and General Motors ».

Note 11 La valeur d'entreprise, ou valeur de l'actif économique, correspond à la valeur de marché de l'outil industriel et commercial. Elle est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres et de la valeur de marché de l'endettement net (def. du Vernimment.net)".

Note 12 V. David A. Skeel, Jr., *Debt's Dominion : « A History of Bankruptcy Law in America », 48-70* (Princeton Univ. Press 2001).

Note 13 Le coût du capital ou coût moyen pondéré des capitaux est le taux de rentabilité annuel moyen attendu par les actionnaires et les créanciers en retour de leur investissement. Il mesure ce que l'entreprise doit à tous ceux qui lui ont apporté des capitaux (def. du Vernimment.net). V. D. Bernstein, « Toward a new corporate reorganization paradigm », *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 19, p. 9.

Note 14 On prendra l'exemple des private investment in public equities ou PIPEs toxiques conclus par des sociétés en difficulté aux États-Unis, V. B. Kanovitch, D. Martin et Y. Rutschmann, *Développement des private investments in public equity sur le marché boursier français : analyse des perspectives ouvertes par la réforme du régime des valeurs mobilières : Banque & Droit n° 99 - janv.-févr. 2005*.

Note 15 V. § 17.

Note 16 Il s'agit du test, généralement appelé « feasibility test », Section 1229(a) (II) of the *Bankruptcy Code*. V. « Elements of Bankruptcy » D. Baird, *Foundation Press. Third Edition p. 203*.

Note 17 Le juge a ainsi le pouvoir souverain d'opter entre le plan de continuation et un plan de cession (*Cass. com., 10 juill. 1990*) et entre un plan de cession et la liquidation judiciaire (*Cass. com., 2. févr. 1993*). À cet égard, de manière générale, les possibilités de faire appel ou de tierce opposition des décisions arrêtant (ou pas) les plans de sauvegarde ou de redressement sont très limités pour les créanciers (*C. com., art. L. 661-1 et L. 661-2*). Par ailleurs, le mandataire des créanciers représente l'intérêt collectif des créanciers, peu important leur ordre de propriété des paiements entre créanciers.

Note 18 V. M. Vasseur, *Le crédit menacé : JCP E 1985, 1, 14569*.

Note 19 V. § 26.

Note 20 GR/ V. M. Siems, *Convergence in Shareholder Law* : Cambridge University Press ; 1 edition (January 28, 2008), p. 40.

Note 21 V. Cass. com., 18 juin 2002, n° 99-11.999, Adam et a. c/ SA l'Amy : JurisData n° 2002-014876. La Cour de cassation considère ainsi que « l'opération litigieuse, effectuée afin de préserver la pérennité de l'entreprise et en cela conforme à l'intérêt social n'avait cependant pas nui à l'intérêt des actionnaires, fussent-ils minoritaires, qui d'une façon ou d'une autre - réalisation de l'opération ou dépôt de bilan - auraient eu une situation identique, les actionnaires majoritaires subissant par ailleurs le même sort ». L'exclusion des actionnaires a ainsi été rendue possible dès lors que, d'une part, la société a enregistré comptablement des pertes et, d'autre part, que les actionnaires majoritaires ont accepté de tirer en amont d'une procédure collective les conséquences au plan juridique du niveau d'endettement de la société (en l'espèce un établissement bancaire) et donc d'approuver les termes de l'augmentation de capital. Néanmoins, l'arrêt de la chambre commerciale soulève la question du sort des porteurs valeurs mobilières composés.

Note 22 V. A. Engert « *Life without legal capital : lessons from American law* » Université de Chicago - Working Paper.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882842.

Note 23 V. G. Teboul, *La réforme du Père Noël : la prévention et la sauvegarde* : Gaz. pal. 6 janv. 2009, n° 6, p. 6.

Note 24 V. A. Diesbecq. *La cession interne : un mode original de transmission de l'entreprise en difficulté* : Gaz. pal. 22 janv. 2009, n° 22, p. 3.

Note 25 À titre d'exemple, on peut souligner les conséquences de la spéculation sur l'ouverture d'une procédure de *Chapter 11* par General Motors qui figurent dans le résumé français du prospectus d'offre des échanges des obligations General Motors en actions (visa AMF C.09-0045-S01).

Note 26 À tel point que d'aucuns considèrent qu'une banque ne peut être réorganisée, comme *Lehman Brothers*, dans la mesure où elle ne « vend aux autres que sa réputation ». Ainsi, en cas d'ouverture d'une procédure collective, seul le choix de la liquidation serait en pratique possible. Aoytte, Kenneth and Skeel, David A., *Bankruptcy or Bailouts ?* (March 2, 2009). *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper n° 09-11* ; *Northwestern Law & Econ Research Paper n° 09-05* : <http://ssrn.com/abstract=1362639>.

Note 27 En pratique, l'investisseur créancier rachètera une tranche de dette suffisamment *senior* pour pouvoir influencer le cours de la restructuration avant même l'ouverture de la procédure du *Chapter 11*. Notamment pour cette raison, on observe une multiplication des « faillites contrôlées » d'une durée totale de deux à six mois. « *Preparcks on the rise in Chapter 11 Bankruptcies. Prenegotiated Plans can accelerate Reorganizations* », D. Foley & J. Van Horn. Août 2008. Turnaround association : <http://mcguirewoods.com/news-resources/publications/prepacks.pdf>.

Note 28 V. D. Baird and R. Rasmussen, « *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance* » *Vanderbilt Law and Economics Research Paper n° 05-08* ; *U Chicago Law & Economics, Olin Working Paper n° 247*.

Note 29 Pour cette raison, les droits nationaux ont tendance à réduire la responsabilité des créanciers, notamment pour soutien abusif, la France n'a pas échappé à ce mouvement avec la loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005, même si on peut regretter qu'elle ne soit pas allée plus loin. V. D. Caramalli, *Quelques réflexions sur la responsabilité du banquier pour soutien abusif dans un contexte de LBOs en difficulté* : *JCP E* 2009, 1363.

Note 30 *ibid.*

Note 31 Les créanciers ne pourront quant à eux demander l'ouverture d'une procédure de *Chapter 11* que lorsque la société est en situation de cessation des paiements. Section 303 du *Bankruptcy Code*. V. B. Adler, D. Baird, T. Jackson « *Bankruptcy, Cases, Problems, and Materials* » *Fourth Edition, Foundation Press* p. 37.

Note 32 L'ordonnance du 18 décembre 2008 a modifié l'article L. 620-1 du Code de commerce pour faciliter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Il prévoit désormais : « *Il est institué une procédure de sauvegarde ouverte sur demande d'un débiteur mentionné à l'article L. 620-2 qui, sans être en cessation des paiements, justifie de difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter* ».

Note 33 V. Thomson dispose de cinq jours pour éviter la faillite : *Les Echos*, 11 juin 2009, source Reuters, édité par P. Denis.

Note 34 V. l'interview de Jean-Pierre Mattei, *Le dossier Belvédère est une instrumentalisation de la loi de sauvegarde* : *Capital Finance* n° 933, 8 juin 2009, p. 1°. - M.-J. Cougard, *Les principaux créanciers de Belvédère saisissent la justice polonaise* : *Les Echos*, 17 avr. 2009.

Note 35 Ceci reste fréquent en France, dans les moyennes, comme dans les grandes sociétés. Avec 60 % des 500 plus grandes entreprises françaises et 25 % des 100 premiers groupes encore contrôlés financièrement par leurs dirigeants et leurs familles, selon l'Association des moyennes entreprises patrimoniales (ASMEP) : *Les Echos*, 21 nov. 2006.

Note 36 Le débiteur (et donc le management) avec le concours de l'administrateur a l'exclusivité pendant toute la durée de la procédure pour proposer un plan de redressement. (*C. com., art. L. 262-2*). Depuis l'ordonnance du 18 décembre 2008, les créanciers, membres des comités constitués pour l'occasion, ont formellement le droit de faire des propositions (*C. com., art. L. 626-30-2*) néanmoins le décret du 12 février 2009 encadre leur droit d'initiative en instaurant un procédé de filtrage (*C. com., art. R. 626-57-2*). En cas de redressement judiciaire, il appartient à l'administrateur de proposer le plan de redressement (*C. com., art. L. 631-18 et L. 631-19*).

Note 37 V. § 19.

Note 38 V. § 26.

Note 39 L'ordonnance du 18 décembre 2008 a modifié la durée de la période de sauvegarde en modifiant les délais encadrant le déroulement de la procédure. La durée de la période pourrait ainsi être ramenée à une quarantaine de jour. V. A. Besse et N. Morelli : *JCP E 2009*, 1628.

Note 40 Ceci est par ailleurs cohérent avec le « *Butner Principle* » selon lequel le droit américain des entreprises en difficulté ne peut modifier l'état de droit existant que dans la mesure du strict nécessaire, pour les besoins de la procédure. V. « *Elements of Bankruptcy* » D. Baird, *ibid* p. 4.

Note 41 L'ordonnance du 18 décembre 2008 élargit le comité des établissements de crédit aux « *établissements assimilés* », permettant ainsi d'inclure, entre autre, les fonds d'investissements et les véhicules de titrisation. V. N. de Laurent et J. de Michele, *Le point de vue du praticien sur dix principales mesures du projet de réforme de la sauvegarde. ibid* § 6.

Note 42 *Technologies numériques : Anovo peaufine son plan de refinancement : Les Echos*, 30 janv. 2009 ; *Des actionnaires d'Anovo se liguent contre le projet de la direction : Les Echos*, 13 mars 2009 ; *La bataille pour le contrôle d'Anovo tourne à l'imbroglie : Les Echos*, 23 mars 2009.

Note 43 V. H. Rep. 595, 95th. Cong., 1st Sec. 224 (1977).

Note 44 Le droit américain des sociétés en difficulté limite ainsi le contrôle du juge sur la valeur de l'entreprise, dès lors que toutes les catégories d'investisseurs créanciers et actionnaires ont accepté le plan. En cas de refus du plan de redressement par un créancier minoritaire dans sa catégorie, le juge vérifiera seulement que la valeur d'entreprise de la société, à partir de laquelle est bâti le plan de réorganisation, est supérieure à sa valeur liquidative, soit en principe le prix de chacun des actifs qui composent la société. Le plan de redressement sera alors homologué par le juge car il est alors dans le meilleur intérêt (*in the best interests*) des créanciers. En pratique, le créancier consentira souvent au plan compte tenu du coût que représente une évaluation, ne serait-ce que de la valeur liquidative de la société. V. « *Elements of Bankruptcy* » D. Baird, *Foundation Press. Third Edition* p. 215.

Note 45 *In re Granite Broadcasting Corp.*, 369 B.R. 120 (Bankr. S.D.N.Y. 2007). Sean A. O'Neal, *ibid*, p. 3.

Note 46 V. D. Bernstein « *Toward a new corporate reorganization paradigm* » *ibid*. p. 11.

Note 47 La cession de l'activité est alors organisée selon un processus de vente organisé de telle sorte que les créanciers puissent en obtenir le meilleur prix. En général un premier offrant identifié en amont de la vente joue le rôle de lièvre (*stalking horse*). Il fait alors son offre pour l'acquisition de l'activité. Les participants à la vente aux enchères sont invités à surenchérir à son offre. Si le lièvre perd la vente aux enchères, il a droit en principe à un *break up fee* pour couvrir les dépenses qu'il a engagées durant la phase d'audit. V. M. Chi To, A. D'Ornano, C.-Ph. Letellier, *Acheter une entreprise en difficulté aux États-Unis, les attraits de l'article 363 du Bankruptcy Code, à l'aune du plan de cession français : RTDF n° 1/2 - 2009* p. 156.

Note 48 En principe, sauf dans l'hypothèse où le tiers repreneur est en mesure de pouvoir réaliser des synergies, le prix proposé dans le cadre d'un processus de cession organisée d'une société en difficulté fera en principe toujours ressortir une valeur d'entreprise à un niveau inférieur à l'estimation que ferait un créancier de la société poursuivant une *loan to own strategy*. L'incertitude du tiers repreneur quant à la qualité des actifs qu'il achète devrait en effet se traduire par un rabais sur la « juste » valeur de l'entreprise post restructuration. V. D. Bernstein, *Toward a new corporate reorganization paradigm, ibid*. p. 11. C'est l'application de la théorie du « *lemon* », V. George A. Akerlof, « *The market for lemons* » ; *quality uncertainty and the market mechanism* » 84 *Quarterly Journal of Economics* 488 (1970).

Note 49 Ce type de valeurs mobilières permet de résoudre les différences de vues entre les catégories de créanciers quant à la valeur d'entreprise de la société en évitant de rendre nécessaire une évaluation exacte de la valeur d'entreprise de la société, au moment même de la restructuration de celle-ci. V. D. Bernstein, *Toward a new corporate reorganization paradigm, ibid*. p. 9.

Note 50 V. COB, *Rapp. annuel 2002*, p. 97, puis RG AMF, art. 261-2. - V. par exemple, le rapport de l'expert indépendant figurant dans la note d'opération d'Accès Industrie (visa AMF 06-0095).

Note 51 Le plan d'affaire serait établi sur la base d'une actualisation des flux futurs de trésorerie générés par la société. Or, cette estimation nécessite de pouvoir déterminer, d'une part, quel sera le montant du résultat opérationnel de la société à l'issue du premier exercice suivant la

restructuration - ce qui est particulièrement difficile, cela dépendra notamment des conséquences de la déperdition de valeur liée à l'ouverture d'une procédure collective, sur l'activité de la société - et, d'autre part, la probabilité d'occurrence de la poursuite des flux de trésorerie d'exploitation dans le futur. V. E. Altam & E. Hotchkiss, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy : Third Edition Wilay France*, p. 103 et s. Pour cette raison, certains considèrent que cette évaluation ne serait donc en fait qu'une supposition échafaudée à partir d'une estimation. V. D. Baird & D. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, *ibid*, p. 1945. V. par exemple, le rapport de l'expert indépendant figurant dans la note d'opération d'Anovo (Visa AMF 09-0037).

Note 52 En effet, dès lors que la loi n'autorise pas les créanciers à pouvoir demander la cession de la totalité de l'activité de la société à un tiers au cours d'une procédure de sauvegarde, soit avant la cessation des paiements, elle ne permet pas le développement d'un marché des fusions et acquisitions pour les sociétés en difficulté, car la valeur d'entreprise de la société peut avoir beaucoup diminuée entre temps, et donc son prix de vente est nécessairement moins attractif pour les créanciers. Ceci d'autant plus que les créanciers n'ont aucune influence sur l'organisation de la procédure de vente.

Note 53 Ainsi, la Section 1124 du *Bankruptcy Code* permet de neutraliser les effets des clauses d'accélération figurant dans les contrats de prêts en cas de non-respect de certains engagements, permettant au débiteur de poursuivre l'exécution normale du contrat, aux conditions fixées antérieurement. En revanche, si le débiteur décide de ne pas poursuivre l'exécution du contrat de prêt, les créanciers concernés pourront invoquer « *the best interests-of-creditors test* » et exiger de recevoir une contrepartie au moins équivalente à ce qu'ils auraient perçu en cas de liquidation ou cession de l'activité à un tiers. Ainsi, s'ils sont créanciers d'une somme égale à 1 million de dollars, suite à l'accélération du prêt, ils pourront exiger un ensemble de droits dont la valeur actualisée est égale à 1 million de dollars. V. *Elements of Bankruptcy*, D. Baird, *ibid*, p. 213.

Note 54 Section 1129 (b) (2) (c) du *Bankruptcy Code*. V. D. Baird & D. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, *ibid*, p. 1930. V. *supra* § 20.

Note 55 V. H. Miller, *Chapter 11 Reorganization Cases and the Delaware Myth*, *ibid*, p. 1987.

Note 56 V. D. Baird & Th. Jackson, *Bargaining after the fall and contours of the absolute priority rule* : 55 *U. Chicago Law Review* 738, 775 (1988).

Note 57 V. § 13.

Note 58 V. le document d'introduction en bourse de Groupe Eurotunnel (I.07-0021). Les actionnaires d'Eurotunnel se sont vus néanmoins accorder de BSA, permettant de diminuer l'impact dilutif lié au remboursement en actions d'une partie des ORA.

Note 59 V. § 27.

Note 60 V. A. Drif, *Les banques prennent seules les commandes de Monier* » : *Les Échos*, 10 juin 2009 ; A. Drif, *Monier : PAI fait de nouvelles concessions* : *Les Échos*, 8 juin 2009, notons néanmoins que la restructuration *Monier* est soumise au droit allemand. Le droit allemand comme le droit français sont en effet mis actuellement à l'épreuve. V. A. Sakoni, *Continental Europe - Distressed groups put new laws to the test* : *Financial Times* 22 juin 2009.