

# Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit

## Perspectives d'avenir ?

### Alain Pietrancosta

Professeur à l'École de Droit de la Sorbonne (Université Paris 1)  
Directeur du Master de Droit financier

### Sophie Vermeille<sup>1</sup>

Avocat à la Cour

#### SYNTHÈSE

*Constamment réformé et toujours inabouti, le droit des procédures collectives est-il condamné à ne pas satisfaire l'ensemble des agents économiques ? Est-il à jamais prisonnier d'une démarche consistant à en privilégier alternativement telle ou telle catégorie, et renoncer par là-même à toute atteinte d'un point d'équilibre optimal ?*

*Ceux qui éprouveraient un certain malaise face à cette sombre perspective porteront sans doute intérêt aux enseignements tirés en ce domaine de l'analyse économique. Dominante chez nos partenaires anglo-saxons, étique en notre bel Hexagone, l'analyse économique du droit des procédures collectives donne en effet à voir les problématiques liées aux difficultés des entreprises sous d'autres lumières.*

*Partant de l'idée que l'entreprise, plus que son enveloppe sociétaire, mérite d'être sauvée, la théorie économique considère efficient d'assigner au droit des procédures collectives la mission de permettre l'allocation des ressources de l'entreprise aux agents économiques qui les valorisent le plus. La poursuite de cet objectif n'est pas sans retentir sur la condition du « propriétaire associé », qui se trouve conséquemment précarisée. Mais la théorie économique ne rejoint-elle pas ici la théorie juridique ? Ne faut-il pas admettre que, face aux difficultés rencontrées, aux pertes sociales éprouvées, dont l'assomption personnelle participe à la définition même de son engagement juridique, l'associé voit son risque se matérialiser et justifier que la société puisse, le cas échéant, changer de main ?*

*Le contexte actuel possède au moins l'avantage de révéler certains défauts d'un droit perçu comme « pro-associés » : longueur des négociations, insuffisances des compromis, instrumentalisation des procédures judiciaires, mise en place de stratégies de blocage et d'évitement, etc. À l'aide des concepts économiques, l'objectif de prévention des difficultés de l'entreprise pourrait être différemment satisfait : dès lors qu'un point mort est atteint, à partir duquel il est acquis que la valeur économique des actions est égale à zéro - au besoin sous le contrôle du juge - certains créanciers verraient se substituer à leur risque de prêteur un risque d'investisseur. Parmi eux, il s'en trouve en effet dont le patrimoine se déprécie à mesure que*

*l'entreprise continue de perdre de la valeur. En attribuant à ces derniers, le contrôle de la procédure, le droit permettrait d'épouser la logique économique selon laquelle ces investisseurs « résiduels » sont, par intérêt, les mieux disposés à concevoir pour l'entreprise des solutions de redressement. À eux seuls devrait, en conséquence, être attribué le pouvoir de décider du sort de l'entreprise.*

*Tout porte à croire que les conditions du financement des entreprises françaises et l'attractivité des marchés financiers français se joue en grande partie autour d'une meilleure compréhension et prise en compte de ce nécessaire équilibre entre associés et prêteurs, que la loi et les juges devraient instaurer et s'efforcer de ne pas déjouer en le rendant trop coûteusement imprévisible.*

## Introduction

1. Si la règle de droit influence en d'innombrables circonstances la vie économique, rares sont les situations dans lesquelles cette influence fait aussi directement ressentir ses effets sur l'économie de marché, le développement du système financier et de l'entrepreneuriat, qu'en matière de difficultés des entreprises et de procédures collectives de paiement<sup>2</sup>.

2. En France, le rôle du juge saisi de l'ouverture d'une procédure collective est d'opérer une sélection entre les entreprises dont la liquidation est inévitable et celles qui méritent une tentative de sauvetage. Pour permettre la réalisation de cet objectif, le droit des procédures collectives doit empêcher la saisie hâtive des actifs par les créanciers, éviter l'accélération du remboursement, établir des règles de négociation entre ces derniers et tenter de réduire les asymétries d'informations inhérentes aux différentes positions des intéressés.

3. Il est malaisé de s'accorder sur un régime idéal de traitement des difficultés des entreprises<sup>3</sup>. Chaque pays a développé son propre régime en empruntant beaucoup à son histoire et à sa culture juridique. Aux États-Unis, le *Chapter 11* du *U.S. Bankruptcy Code* offre au débiteur un arrêt automatique des poursuites, permettant à la société de continuer à opérer jusqu'à l'approbation par les créanciers d'un plan prévoyant la restructuration de la dette ou la cession de l'ensemble des actifs. Au Royaume-Uni, le débiteur peut obtenir un arrêt des poursuites dans des conditions très limitées<sup>4</sup>. Les créanciers titulaires de sûretés détiennent le contrôle des négociations et peuvent notamment provoquer

1 Les auteurs remercient chaleureusement Louis Grégoire Sainte Marie pour sa précieuse contribution. Ils remercient par ailleurs tous ceux qui ont contribué à cet article par leur relecture et leur validation scientifique sur une version antérieure. Toute erreur subsistante incomberait exclusivement aux signataires de ces lignes.

2 B. Chopard, B. Deffains et J.D. Guigou, « Droit, architecture financière et stratégies des banques », *Revue de l'OFCE* 2007/2, numéro 101, p. 333-354.

3 C. Pochet, « Traitement légal de la défaillance et gouvernance : une comparaison internationale », *Revue internationale de droit économique* 2001/4 (t. XV, 4).

4 Depuis l'*Insolvency Act* de 2000, les petites sociétés peuvent bénéficier au Royaume-Uni d'un arrêt des poursuites, si leur chiffre d'affaires est inférieur à £2,8 millions, le total de leur bilan inférieur à £1,4 millions et si elles comptent moins de cinquante salariés. Pour les sociétés qui ne remplissent pas ces critères, il est possible d'obtenir un arrêt des poursuites pour une

une cession accélérée de l'ensemble des actifs de la société au profit d'une entité nouvelle, dirigée par l'ancienne équipe de direction, mais libérée de ses associés et de ses créanciers *junior*. En Suède, le régime principal s'articule autour d'un transfert automatique du contrôle de la société, dès l'ouverture de la procédure collective, entre les mains d'un mandataire judiciaire chargé d'organiser une enchère sur les actifs sociaux dans l'intérêt de tous les créanciers. L'ouverture de la procédure collective emporte la résiliation automatique du mandat social des dirigeants et de tous les contrats de travail des salariés, laissant libre le repreneur de les réemployer ou non<sup>5</sup>.

4. Dans la mesure de l'attractivité des marchés financiers d'un pays, le droit des procédures collectives est devenu un élément de comparaison internationale de premier ordre pour les investisseurs. En organisant l'apurement du passif des sociétés en difficultés – c'est-à-dire le règlement des créances – ce droit produit inévitablement des effets sur notre système bancaire, mais aussi sur le développement de nos marchés financiers, appelés à jouer le rôle croissant dans le financement de l'économie. Faisant office de forum pour organiser le paiement ordonné des différents créanciers, le droit des procédures collectives contribue à la définition du risque de l'investissement et constitue, en conséquence, un facteur d'arbitrage à part entière dans la sélection opérée par les investisseurs.

5. Le développement des marchés de capitaux français au service du financement des entreprises doit amener le législateur à se poser la question de l'attractivité du droit hexagonal des procédures collectives, c'est-à-dire des avantages et des inconvénients de chaque modèle proposé, pour les entreprises. Il n'est plus possible aujourd'hui de développer en la matière un droit exotique, particulariste, fermé sur lui-même et illisible à force d'idiosyncrasies. Les États sont désormais appelés à raisonner globalement, par comparaison avec leurs voisins, partenaires mais aussi concurrents, à se situer par rapport à des standards internationaux, et sommés de proposer des règles susceptibles d'attirer les investisseurs, dans l'intérêt bien compris des entreprises. À l'intérieur même de l'Union européenne, si l'on pensait le risque de *forum shopping* contenu juridiquement par le règlement communautaire du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité, fondé sur le principe de l'universalité de la procédure ouverte dans l'État membre sur le territoire duquel se situe le centre des intérêts principaux du débiteur – le fameux COMI ou « *Center of Main Interests* »<sup>6</sup> –, la pratique a rapidement ramené les esprits rêveurs à la réalité, révélant une augmentation des cas

d'évitement de certains droits nationaux<sup>7</sup> et multipliant, par la même occasion, les occasions de contentieux (ex. large interprétation du COMI par les juridictions étrangères, notamment britanniques, dans le cadre des groupes de sociétés<sup>8</sup>, technique de la double *holding* luxembourgeoise<sup>9</sup>, etc.).

6. Si elle ne manque pas d'inquiéter, cette compétition normative n'en comporte pas moins un aspect positif en ce, notamment, qu'elle peut aussi représenter un facteur d'accélération de la modernisation des droits nationaux des procédures collectives. L'effet peut être d'autant plus bénéfique en France, qu'à l'échelle mondiale, notre droit des procédures collectives continue, malgré les efforts notables accomplis ces dernières années en législation, d'être perçu comme relativement hostile aux prêteurs. Cette perception internationale peu flatteuse s'est encore dégradée récemment à la suite d'affaires contentieuses, peu nombreuses mais hautement médiatisées, dont nous n'avons peut-être pas encore suffisamment intégré le coût au plan économique et financier.

7. Au cours de la dernière période, notre droit a fait l'objet de modifications afin de favoriser le maintien de l'activité des entreprises et la sauvegarde des emplois. La loi du 26 juillet 2005<sup>10</sup> puis l'ordonnance du 18 décembre 2008<sup>11</sup> ont modifié de manière significative notre ordre juridique afin de favoriser le redressement des sociétés, fidèle en cela à l'objectif affiché par la loi du 25 janvier 1985<sup>12</sup>.

8. Parmi les dispositions les plus importantes de la loi du 26 juillet 2005, figure la possibilité pour le dirigeant d'une entreprise défaillante de demander l'ouverture d'une procédure collective dénommée « procédure de sauvegarde » avant que ne survienne la cessation des paiements. Durant cette période, le dirigeant du débiteur peut, avec l'aide d'un administrateur judiciaire, présenter à ses créanciers un plan, proposer un rééchelonnement de la dette, un abandon de créances ainsi que, depuis l'ordonnance du 18 décem-

7 W.-G. Ringe, « *Forum Shopping under the EU Insolvency Regulation* », University of Oxford, Faculty of Law, August 2008; L. Webb and M. Butter, « *Insolvency proceedings. Shopping for the best forum* », PLC Magazine Dec. 2009.

8 La restructuration de la société Hellas est un exemple emblématique. Bien qu'ayant son siège statutaire au Luxembourg, la société holding du groupe Wind Hellas (second opérateur de téléphonie mobile en Grèce), société en commandite par actions, a réussi à déplacer son COMI immédiatement avant la restructuration de sa dette au Royaume-Uni via une cession accélérée de l'ensemble de ses actifs dans le cadre d'une liquidation judiciaire. Elle a, à cette fin, déplacé son centre de décision outre-Manche après y avoir immatriculé une société ayant vocation à devenir le nouveau commandité. Des résidents britanniques ont ensuite été désignés pour assurer la direction du commandité. La société holding a, par ailleurs, ouvert une succursale au Royaume-Uni et toutes les négociations entre la nouvelle direction et les créanciers ont eu lieu au Royaume-Uni.

9 Technique utilisée récemment dans le cadre du financement de la société Spotless par le fonds d'investissement BC Partners. Les établissements bancaires ont réussi à imposer l'établissement de deux holdings superposées au Luxembourg dans le but de permettre aux créanciers, le cas échéant, de pouvoir, en réalisant leur gage, récupérer les titres de la holding du bas en cas d'ouverture d'une sauvegarde de la société opérationnelle située en France. Par ce biais, les prêteurs obtiennent la possibilité de révoquer les dirigeants des sociétés opérationnelles dans l'hypothèse où ceux-ci décideraient de placer les sociétés opérationnelles françaises sous la protection de la sauvegarde. F. Anselmi, « *Spotless, première syndication sur un LBO en France depuis mi-2008* », Agefi 27/02/2010.

10 Loi numéro 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises.

11 Ordonnance numéro 2008-1345 du 18 décembre 2008.

12 Loi numéro 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises.

durée de douze mois, afin de permettre la validation d'un *Voluntary Arrangement Scheme*. Cependant, le dirigeant du débiteur est alors automatiquement dessaisi de ses fonctions au profit d'un mandataire de justice.

5 B. E. Eckbo et S. K. Thorburn, « *Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden* », Journal of Applied Corporate Finance, Volume 21, Number 3, Summer 2009, pp. 38-52. V. aussi G. Cook & K. Pond « *Explaining the choice between alternative insolvency regimes for troubled companies in the UK and Sweden* », Eur J Law Econ (2006), 22:21-47.

6 Rappelons que pour les sociétés et les personnes morales, le COMI est présumé, jusqu'à preuve contraire, correspondre au siège statutaire. La CJCE (2 mai 2006, Eurofood) considère que ladite présomption ne peut être écartée que si des éléments objectifs et vérifiables par les tiers permettent d'établir l'existence d'une situation réelle différente. Lorsqu'une société exerce son activité sur le territoire de l'État membre où est situé son siège social, le fait que ses choix économiques soient ou puissent être contrôlés par une société mère établie dans un autre État membre n'écarte pas la présomption liée au lieu du siège statutaire.

bre 2008, une conversion de dette en titres de capital de la société défailtante.

9. Un premier bilan de ces réformes témoigne de l'utilité des nouvelles dispositions. Deux affaires retentissantes (Autodis et Technicolor, ex-Thomson) ont fourni l'occasion de constater que ces nouvelles mesures permettaient d'imposer à certains créanciers minoritaires dissidents une réduction de leur créance en échange de titres donnant accès au capital, et ainsi de favoriser un redressement plus rapide de l'entreprise en difficulté. Par ailleurs, ces réformes favorisent la prévention en amont des difficultés. L'attention devrait maintenant se porter sur d'autres aspects.

10. L'idée n'est pas ici de remettre en cause les grandes finalités du droit français des procédures collectives que sont la prévention des difficultés, la poursuite de l'activité et la préservation de l'emploi. Il s'agit de réfléchir aux adaptations de notre droit susceptibles de lui permettre de remplir plus utilement sa mission, d'accroître son efficacité dans la satisfaction des objectifs qu'il se propose d'atteindre. La présente étude n'a d'autre ambition que de proposer une évaluation du droit positif à l'aune des impératifs modernes, et en particulier de l'efficacité économique. Elle pourrait à cet égard servir de guide, *de lege ferenda*, dans le cadre d'une réflexion globale, afin d'éviter que notre droit des procédures collectives ne demeure prisonnier d'une évolution qui apparaisse comme le résultat de simples effets de balancier faisant succéder alternativement des réformes « pro-débiteur » et des réformes « pro-créancier ».

11. Les changements intervenus ces dernières années sur les marchés financiers, confrontés à l'état du droit récemment réformé (I.), incitent à œuvrer en faveur d'une approche renouvelée du droit français des entreprises en difficultés (II.). Un retour du législateur sur ces questions permettrait, principalement, d'améliorer le financement des entreprises (III.).

## I. L'objectif de la prévention des difficultés : quel bilan ?

12. En préalable à toute discussion sur les bienfaits ou les travers de notre système juridique (1.), seront rappelés les principaux changements survenus ces dernières années sur les marchés financiers (2.).

### 1. Un constat : un environnement plus difficile

13. L'environnement dans lequel se meuvent les entreprises a changé : la financiarisation de l'économie et la multiplication des classes d'actifs éligibles aux investissements financiers ont modifié la physionomie des bilans des entreprises. Ces changements remettent en cause l'approche traditionnelle du droit des entreprises en difficultés. La multiplicité des intervenants du financement (1.1.) et le recours à l'endettement (1.2.) opéré au cours de la dernière période rendent les négociations préalables aux restructurations plus complexes qu'auparavant pour les entreprises en difficultés.

#### 1.1. La multiplicité des intervenants sur le marché

14. Une première évolution de l'environnement des entreprises tient à la dispersion des acteurs du financement. Les

ressources externes sont désormais apportées par des acteurs aux profils très différents.

15. À titre illustratif, il convient de noter :

- l'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché du financement : des prêteurs non bancaires, investisseurs institutionnels (fonds de pension, de retraite, compagnies d'assurance, fonds alternatifs), qui n'entretiennent aucune relation commerciale avec l'emprunteur ;
- la multiplication des instruments de dettes dans les montages de financement, le recours de plus en plus fréquent à des financements à maturité longue et à des modes de financement non amortissables et remboursables *in fine*, (utilisant par exemple comme support d'investissement des CDO ou des CLO<sup>13</sup>) ;
- le changement de stratégie des banques qui, à la logique de « *portfolio* », dans laquelle les prêts sont majoritairement conservés au bilan, commencent à préférer une stratégie dite de « *capital turnover* », dans laquelle les montants des prêts octroyés ne sont conservés qu'un temps en portefeuille avant d'être cédés sur le marché secondaire (par syndication, titrisation, etc.).

16. Outre ces changements, il convient de souligner l'apparition d'autres difficultés :

- la multiplication des transactions sur les dérivés, en particulier les *credit default swaps* (CDS<sup>14</sup>), qui modifient considérablement les équilibres sur lesquels s'est construit notre droit des procédures collectives, et qui font, par exemple, que certains créanciers se trouvent rationnellement portés à espérer la défaillance de leur débiteur, dans la mesure où celle-ci leur permettra de se faire rembourser auprès de leur contrepartie ;
- le développement des supports d'investissements liquides dont le sous-jacent lui est illiquide ;
- le développement des marchés secondaires de la dette, conduisant à un perpétuel changement de créanciers, dont les objectifs peuvent déstabiliser l'entreprise par leur diversité<sup>15</sup>.

### 1.2. Un niveau d'endettement des sociétés exceptionnellement élevé

17. Le coût historiquement faible de l'endettement et l'afflux de liquidité sur le marché de la dette, lié à l'arrivée de nou-

13 *Collateralised Debt Obligations* ou *Collateralised Loans Obligations*, produits financiers adossés à un portefeuille d'actifs regroupés dans un véhicule *ad hoc*.

14 Les CDS sont des contrats financiers, au sens de l'article D. 211-1 du Code monétaire et financier, par lesquels un acheteur de protection se couvre contre un événement de crédit en contrepartie d'un paiement périodique (le vendeur de protection s'obligeant à verser à la partie contingente du *swap* en cas de survenance d'un risque de crédit). V. A. Caillemer du Ferrage et C. Saudo, « Une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », Bull. Joly Bourse, janvier 2010, numéro 1, p. 58. Les CDS présentent cette particularité qu'ils n'impliquent pas uniquement des paiements de coupons réguliers, mais ont une « vie » rythmée par la survenance éventuelle d'évènements de crédit ou d'évènements affectant une entité de référence.

15 L'important développement du marché secondaire de la dette résultant de l'entrée en vigueur des accords dits de Bâle II a engendré une circulation accrue des créances entre le moment de leur naissance et le jour du jugement d'ouverture, voire après, puisque l'ouverture d'une procédure collective n'emporte aucune restriction à la circulation des créances.

veaux acteurs et à l'innovation financière, ont permis de faciliter l'accès au crédit, tant des sociétés acquises dans un schéma d'acquisition par effet de levier, que des sociétés de taille plus importante, cotées ou non cotées. Les entreprises ont, ainsi, adapté leur endettement en fonction de leurs prévisions de rentrées de trésorerie futures, à un coût raisonnable et selon un agenda maîtrisé.

18. Par ailleurs, dans un contexte de croissance économique, l'emprunt est davantage perçu comme un moyen de gouvernance des entreprises que comme une contrainte, en ce qu'il astreint le dirigeant, en raison de l'affectation des liquidités disponibles au remboursement de la dette, à limiter ses investissements à des projets jugés suffisamment rentables par les associés<sup>16</sup>.

19. Dans la période actuelle de détérioration des conditions de marché, l'exposition au risque de défaut et de cessation des paiements ressort bien plus nettement. Le risque de défaut de certaines sociétés peut être important, alors que d'un point de vue opérationnel celles-ci performant mieux que la moyenne des autres sociétés appartenant au même secteur industriel. Ceci affecte alors durablement les performances futures de ces sociétés et entraîne le risque de ne pas être en mesure de se refinancer à des conditions raisonnables.

20. Pour résumer, les entreprises sont aujourd'hui fortement endettées, se trouvent confrontées à un durcissement des conditions économiques et amenées à négocier avec des créanciers très différents, ayant des approches très disparates selon leur profil d'investissement « actif » ou « passif ».

## 2. L'impact des dernières réformes du droit des procédures collectives

21. Les récentes réformes intervenues en matière de procédures collectives ainsi qu'en matière de droit des sûretés, notamment à travers l'introduction de la fiducie<sup>17</sup>, témoignent d'une réelle volonté du législateur de renforcer à la fois la position du débiteur et celle des créanciers. Le législateur a ainsi édifié, par touches successives, un régime de prévention des difficultés (2.1.), au détriment de l'objectif de résolution des dites difficultés (2.2.), serait-on tenté de dire.

### 2.1. De l'attention portée à la préservation de l'entreprise

22. Longtemps, il a été reproché aux droits des procédures collectives européens de provoquer des liquidations anticipées et dommageables des entreprises, dans des conditions ne permettant pas suffisamment la préservation de valeur économique. Un tel système serait, par exemple, un frein à l'innovation, en ce qu'il affecterait la stratégie d'investissement des sociétés en les incitant à sous-investir et à ne s'engager que dans des stratégies peu risquées<sup>18</sup>.

16 Théorie des « *free cash flows* », M. C. Jensen (1986), « *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers* », *American Economic Review*, Vol. 76, numéro 2.

17 Loi du 19 février 2007 modifiée par la loi de modernisation de l'économie (LME) du 4 août 2008, puis par l'ordonnance du 30 janvier 2009 et par la loi du 12 mai 2009.

18 V. Acharya Viral et K. Sibrmanian, « *Bankruptcy Codes and Innovation* », September 2008, *Review of Financial Studies* 2009 22(12), 4949-4988.

23. Inversement, le principe d'interruption des poursuites<sup>19</sup> contribue utilement à la préservation de l'entreprise. Il participe, en droit français, avec l'anticipation des difficultés dans la procédure de sauvegarde (2.1.1.) et la conversion de créances en capital (2.1.2.), à l'émergence d'une société avec une structure du capital adaptée à ses prévisions de rentrées futures de trésorerie.

#### 2.1.1. L'anticipation des difficultés dans la procédure de sauvegarde

24. Plus les discussions entre le dirigeant de la société débitrice et ses créanciers s'organisent tôt, au moment de la survenance des premières difficultés, plus les parties se placent en situation de concevoir des solutions de redressement à long terme. L'objectif de telles négociations en amont est de préserver l'entreprise des conséquences d'une éventuelle cessation des paiements.

25. L'expérience montre que les difficultés financières, (en dehors de toute difficulté économiques), peuvent entraîner des conséquences néfastes au plan opérationnel<sup>20</sup>, d'où l'intérêt d'intervenir en amont de la cessation des paiements, pour limiter la période durant laquelle la perspective d'un défaut de paiement à court terme diminue la valeur d'entreprise de la société.

26. L'économiste Michael C. Jensen<sup>21</sup> propose de répartir les sociétés en quatre groupes, distingués selon l'origine de leurs difficultés. Cet effort de classification permet de mieux saisir les enjeux auxquels sont confrontées les sociétés en difficulté.

1) **Le premier groupe** est composé de sociétés très bien dirigées, profitables d'un point de vue opérationnel, mais qui, par exemple à cause du démarrage plus difficile que prévu d'un projet d'investissement, connaissent un décalage dans le temps entre les prévisions de rentrées de trésorerie et les échéances de paiement du service de la dette. Leurs difficultés peuvent se régler par un simple rééchelonnement de la dette, dès lors que les prévisions de rentrées de trésorerie ne sont pas dans l'absolu révisées à la baisse.

2) **Le second groupe** est composé de sociétés qui disposent d'une bonne équipe de direction, d'une structure du capital qui était adaptée à l'époque de sa mise en place, mais qui ne l'est plus du fait de la survenance de problèmes opérationnels qui pour la plupart sont en dehors du contrôle de l'équipe de direction existante (retournement de la conjoncture, modification significative de la concurrence sur le marché), de sorte que les prévisions de rentrées de trésorerie ne seront jamais suffisantes pour assurer le service de la dette. Un changement de la structure du bilan de la société est alors nécessaire pour effacer une partie de la dette.

19 Article L. 622-21 et s. du Code de commerce.

20 Les conséquences sont notamment les suivantes : les sociétés « en détresse » :

20 1) sont forcées de réduire leurs dépenses d'investissement, parfois de manière significative (impact d'autant plus important si la société exerce une activité dans un secteur d'industrie où les coûts en recherche et développement sont significatifs ou si les perspectives de croissance sont très importantes) ;

20 2) sont obligées de céder des actifs à des prix dépréciés ;

20 3) peuvent s'engager dans des projets risqués pour la société (à moins que les *covenants* bancaires ne les en empêchent).

21 M. C. Jensen, « *Corporate control and the politics of finance* », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1991, Vol. 4, no. 2, p. 29.

3) Le **troisième groupe** est composé de sociétés qui ne sont pas profitables à cause de l'équipe de direction existante, mais qui pourraient redevenir profitables s'il était possible de changer de management, et le cas échéant de structure du capital. Un changement d'équipe de direction peut s'avérer en effet nécessaire pour changer de stratégie ou régler les difficultés opérationnelles de l'entreprise.

4) Enfin, le **quatrième groupe** est composé de sociétés qui ne seront profitables en aucunes circonstances, y compris après restructuration, quel que soit le management en place et la structure du capital. Ces sociétés doivent être liquidées rapidement pour que leurs actifs soient mieux réutilisés ailleurs.

27. Dès lors que l'activité du débiteur est viable (la société ne fait pas partie du quatrième groupe), l'interruption des poursuites individuelles des créanciers facilite certainement l'élaboration d'une solution de redressement, dans la mesure où sont ainsi évitées (i) la saisie d'actifs essentiels à l'entreprise et (ii) l'adoption de comportements opportunistes de la part des dirigeants, qui risqueraient de rompre l'égalité de traitement entre créanciers, placés dans une situation identique.

28. Pour autant, l'interruption des poursuites ne se justifie pleinement qu'en raison d'un échec des négociations préalables entre débiteur et créanciers. Du point de vue de l'anticipation des difficultés, la faculté d'ouvrir une procédure collective en amont de la cessation des paiements – la procédure de sauvegarde en l'occurrence – apparaît comme une innovation qui mérite incontestablement d'être saluée. Encore faudrait-il que la procédure de sauvegarde ne débouche sur des plans non économiquement viables imposés aux créanciers ou ne se réduise au rééchelonnement contraint et forcé de la dette (notamment pour les sociétés appartenant au deuxième ou au troisième groupe ci-dessus présentés, qui feront l'objet des propos qui suivent).

### 2.1.2. L'intérêt de la conversion de la dette en actions

29. L'ordonnance du 18 décembre 2008 consacre une option très avantageuse pour l'entreprise : la conversion de tout ou partie de la dette en échange de titres de capital<sup>22</sup>. En convertissant leurs créances, les créanciers voient alors se substituer un droit résiduel sur les actifs de leur débiteur à leur droit fixe initial de créancier.

30. En consacrant cette pratique, l'ordonnance du 18 décembre 2008 lève le doute sur la possibilité d'imposer à des créanciers minoritaires la conversion de leurs créances en actions. En outre, en substituant, pour l'approbation du plan par les comités de créanciers, à la double condition d'une majorité par tête et par montant des créances, une simple majorité en montant des créances, l'ordonnance adopte une analyse plus économique des pouvoirs<sup>23</sup>.

31. Compte tenu d'un endettement élevé, certaines sociétés peuvent se trouver en difficulté financière, au point que leur

22 L'ordonnance confirme la possibilité pour le projet de plan de prévoir des conversions de créances en titres donnant ou pouvant donner accès au capital (C. com., art. L. 626-30-2, al. 2).

23 Le principe d'une double majorité en tête et en capital a été abandonné afin d'éviter le risque de fraude par subdivision de créances. À cet effet, la majorité par tête a été supprimée. La majorité des deux tiers est désormais calculée à partir du seul montant des créances et ne prend en compte que les votes exprimés (C. com., art. L. 626-30-2, al. 2).

redressement ne puisse être assuré par un simple rééchelonnement de leurs dettes. Dès lors que ces entreprises possèdent une valeur propre, indépendante des seules compétences de leur dirigeant<sup>24</sup>, et par conséquent une valeur supérieure à la valeur liquidative, leur liquidation immédiate ne se justifie pas. La conversion de créances en capital participe ainsi de la possibilité en droit français d'aboutir à une solution intermédiaire, différente du simple rééchelonnement (pro-associés) ou de la stricte liquidation (pro-créancier).

32. L'intérêt de la conversion de créances en titres de capital est de permettre, au même titre qu'un abandon de créances, « d'effacer la dette » (en contrepartie de titres de capital), ce qui constitue pour la société, d'un point de vue financier tout comme opérationnel, un réel avantage. Ce nouveau départ peut permettre, non seulement, d'éviter le défaut de paiement ou un retard technologique vis-à-vis de la concurrence, mais aussi, la réalisation d'opérations de croissance, le financement d'un plan social, etc.

33. S'agissant des principaux intéressés, quand bien même les banques créancières ne seraient pas disposées naturellement, ni d'ailleurs juridiquement, compte tenu de leur faculté limitée d'acquisition de participations non bancaires, à la conversion de leurs créances en titres de capital<sup>25</sup>, une telle conversion leur offre la possibilité de profiter d'un retour à meilleure fortune ou une solution de repli temporaire, en ce qu'elle permet, dans la conjoncture actuelle, d'éviter de proposer la dette sur un marché secondaire frappé d'un manque cruel de liquidité. L'autre intérêt majeur est la prise de contrôle de l'entreprise par la dette<sup>26</sup>, à condition néanmoins que l'opération soit accessible à un véritable repreneur désireux de mettre en place une nouvelle stratégie opérationnelle, ce qui est difficile en l'état actuel du droit, en raison des limites du droit des procédures collectives.

## 2.2. Les critiques du régime actuel

34. La critique fondamentale et transversale de notre droit des procédures collectives tient sans doute à une insuffisante intégration des données de l'analyse économique dans l'établissement de ses règles. Cette lacune n'est hélas pas propre au droit des difficultés des entreprises. Elle constitue en vérité une faiblesse générale de notre droit et de notre recherche académique, constitutive d'un sérieux handicap compétitif au plan international.

35. En la matière, cette lacune s'illustre sur le terrain de l'anticipation des difficultés (2.2.1.) et met en question la viabilité des accords de restructuration (2.2.2).

### 2.2.1. Rupture de la loi des parties et inefficace des négociations en amont

36. Devant les premiers signes de faiblesse de leur débiteur, la réaction naturelle des créanciers les porte vers l'exercice des

24 D'un point de vue économique, lorsque la valeur propre d'une entreprise repose essentiellement sur les compétences de son dirigeant (comme c'est le cas d'un grand nombre de très petites entreprises), le droit devrait permettre au dirigeant face à des difficultés financières importantes de liquider sa société, afin de redémarrer plus facilement une activité à travers une nouvelle entité.

25 On pense, par exemple, à l'inconvénient du traitement comptable de la conversion en actions pour les établissements bancaires, au regard de la réglementation sur leurs fonds propres.

26 Opération de « *loan to own* » consistant à racheter de la dette d'une société en difficulté pour en obtenir le contrôle après conversion de la dette en actions. Cf. § 87.

prérogatives contractuelles prévues pour limiter dans un premier temps, l'impact sur leur ratio de couverture en fonds propres de la dégradation de la situation financière de leur débiteur<sup>27</sup> et à terme leur exposition au risque de défaut de paiement du débiteur. La rupture des *covenants* confère, en effet, en particulier aux établissements de crédit, un levier pour imposer au dirigeant de leur débiteur, souvent en situation de déni<sup>28</sup> face aux difficultés rencontrées, un certain nombre de décisions destinées à éviter l'aggravation des difficultés de l'entreprise<sup>29</sup>. Dans les faits, du fait de la défiance de la loi vis-à-vis des créanciers à travers les règles de la procédure de sauvegarde, ces derniers se trouvent confrontés à une dynamique de négociation, en amont de la procédure de sauvegarde, très différente de celle qui résulte de l'application du contrat.

37. Les dernières réformes du droit des procédures collectives semblent reposer sur l'idée que la protection du dirigeant de l'entreprise débitrice constituerait la plus sûre incitation à l'action préventive et l'anticipation des difficultés. La prémisse est hélas trop souvent démentie par les faits. On observe, au contraire, que la concentration des pouvoirs entre les mains des dirigeants des débiteurs défaillants en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde peut tout aussi bien encourager ceux-ci à la procrastination, empêchant ainsi l'adoption de mesures destinées à enrayer l'aggravation des difficultés et contribuant à l'allongement de la durée des négociations.

38. Il est frappant de relever que les débats parlementaires portant sur l'adoption de la procédure de sauvegarde n'ont jamais véritablement abordé la question de la légitimité du pouvoir du dirigeant, alors même que la loi optait pour l'arrêt des poursuites individuelles des créanciers. Le législateur, dans son souci de favoriser l'anticipation des difficultés et, par conséquent, d'encourager le recours à la sauvegarde, a cru bon, en quelque sorte, de remettre les clés de la nouvelle procédure aux dirigeants<sup>30</sup>.

39. En confiant au dirigeant la conduite des opérations en procédure de sauvegarde, la loi modifie significativement les pouvoirs des créanciers contractuellement anticipés et les dispositions des conventions relatives aux rangs de priorité. Cette dévolution légale introduit un biais en faveur du dirigeant de l'entreprise défaillante et de ses associés qui se répercute bien en amont, tant au stade du règlement pure-

ment contractuel, qu'au stade du traitement amiable des difficultés (mandat *ad hoc* et conciliation).

40. Les créanciers n'ayant aucun intérêt à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde qui les soumet au dirigeant de leur débiteur, se trouvent pratiquement contraints de consentir des dérogations (« *waivers* ») dans l'espoir que leur débiteur parviendra tout de même à éviter le défaut de paiement. Difficilement acceptable par les créanciers, cette situation nuit, *ex ante*, à l'anticipation des difficultés et, *ex post*, à la conclusion d'un accord utile dans une perspective de résolution des difficultés sur le long terme.

## 2.2.2. Rupture de la loi des parties et déséquilibre de la restructuration

41. L'approbation du plan par les associés les place dans une situation délicate, qui les conduit à arbitrer entre leur intérêt propre à ne pas être dilués ou sortis de la société et l'intérêt de l'entreprise, lequel nécessite d'apprécier si les perspectives de rentrées de trésorerie sont durablement affectées, eu égard au calendrier du service de la dette.

42. Dans le même ordre d'idée, les créanciers, légalement placés sur un pied d'égalité les uns à l'égard des autres, se heurtent à la difficulté d'obtenir un consensus suffisant sur les modalités du plan de sauvegarde, respectueux de l'ordre de priorité contractuellement établi entre eux.

43. En résumé, la nécessité, au cours de la procédure de sauvegarde, d'obtenir l'accord à la fois du dirigeant – seul habilité à présenter un plan – des associés et des créanciers quant à la restructuration de la dette, impose à ces différents acteurs de faire des compromis et alimente le risque de voir émerger une société insuffisamment restructurée. Idéalement, il conviendrait d'établir un plan qui tienne compte du niveau d'endettement moyen des concurrents de la société défaillante, à supposer que le secteur d'activité ne soit pas complètement sinistré. En privilégiant la voie du consensus, le législateur a peut-être négligé le risque que l'entreprise ne puisse bénéficier que d'un plan *a minima*, qui permette d'assurer dans l'immédiat le service de la dette, mais laisserait la société sans perspective de développement<sup>31</sup>.

44. Si les parties ne parviennent pas à s'entendre sur le plan proposé par le dirigeant du débiteur, le risque d'aboutir à un accord imparfait est encore plus élevé. Le tribunal de commerce pourra uniquement prononcer le rééchelonnement d'office de la dette sur une période maximale de dix ans, mesure dont on peut craindre l'inefficacité pour permettre le redressement des sociétés appartenant à la deuxième et troisième catégorie dans la classification de M. Jensen<sup>32</sup>.

45. Par ailleurs, le rééchelonnement automatique de la dette, sans contrepartie financière revient à faire peser sur les créanciers, le coût du redressement et opère un transfert de richesse des créanciers au bénéfice des associés. Le résultat est pour le moins paradoxal, voire juridiquement incohérent, si l'on veut bien se souvenir que l'ordre juridique des priorités de paie-

27 Les nouveaux ratios prudentiels applicables depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007 ont modifié l'évaluation des risques crédit au sein des banques. Les banques doivent désormais évaluer leurs risques sur chacun des débiteurs et le ratio de couverture en fonds propres varie en fonction de ce risque. Cette situation amène les établissements bancaires à se manifester dès l'apparition des premiers signes de dégradation, en imposant à l'entreprise d'être prête à fournir en un temps très court des explications sur l'origine des difficultés ainsi qu'un plan d'actions correctif.

28 Une description des raisons de ce « déni » figure au § 59.

29 Les *covenants* bancaires comportent à la fois des engagements de ne pas faire, conçus dans l'intérêt des créanciers, et des obligations positives de respecter un certain nombre de critères financiers, qui permettent aux créanciers de contrôler l'évolution de la situation financière de leur débiteur. En cas de non-respect de ces engagements, les créanciers se trouvent en situation de contrôle du débiteur – contrôle de l'utilisation de la trésorerie, contrôle dans la composition des équipes dirigeantes, etc. – dans la mesure où ils seraient alors en droit d'exiger le remboursement anticipé de la dette, lequel risquerait de provoquer l'ouverture d'une procédure collective.

30 L'ordonnance du 18 décembre 2008 permet seulement aux créanciers membres des comités de formuler des propositions au débiteur (art. L. 626-30-2, al. 1 du Code de commerce).

31 Des études ont souligné le lien qui pouvait exister aux États-Unis entre le « *Chapter 22* », c'est-à-dire l'ouverture d'un second *Chapter 11* par une même société, et son niveau d'endettement par rapport à celui de ses concurrents à la fin du premier *Chapter 11*. V. par ex. E. Altman, « *Post-Chapter 11 Bankruptcy Performance: Avoiding Chapter 22* », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 2009.

32 V. § 26

ment situe, par principe, l'ensemble des créanciers en position préférentielle par rapport aux associés, porteurs par nature des créances sociales les plus subordonnées. Sauf à ce que ces derniers aient la capacité de remettre de l'argent dans la société, rien ne justifie de placer les créanciers au premier rang des sacrifiés et de les contraindre à souffrir d'une amputation de leurs droits. En tout état de cause, les créanciers ne sauraient se satisfaire d'un simple rééchelonnement sans contrepartie financière.

46. Ces dysfonctionnements pourraient justifier, de notre point de vue, l'adoption d'une approche différente.

## II. Une approche renouvelée du droit des procédures collectives

47. L'apport de l'analyse économique au droit des entreprises en difficulté est considérable à l'international, que ce soit au sein de pays ayant adopté un système pro-créancier ou pro-débiteur. Hors de tout *a priori* et de tout exclusivisme, en ce que le droit ne saurait être condamné à la servir, l'analyse économique représente un outil particulièrement utile à l'évaluation des avantages et inconvénients comparés de chacun de ces systèmes.

48. La construction du droit français s'est hélas bien souvent réalisée indépendamment de toute réflexion approfondie de cette nature, qui mérite pourtant que l'on y porte une sérieuse attention compte tenu des enjeux. Les remarques qui suivent, s'appuient sur un constat simple qui peut s'énoncer sous la forme d'une probabilité : celle que l'intérêt d'une société en difficulté puisse être mieux préservé par celui dont les intérêts sont strictement alignés sur ceux de l'entreprise.

49. Appliqué au droit des procédures collectives, ce raisonnement devrait inviter à faciliter la cession d'entreprises en difficulté, en attribuant à ceux qui ont un intérêt aligné sur celui de l'entreprise le contrôle de la procédure (1.), créant ainsi les conditions d'une valorisation optimale des actifs sociaux (2.).

### 1. L'enjeu de l'attribution au propriétaire résiduel du pouvoir décisionnel au cours de la procédure collective

50. Alors que la thématique de la gouvernance de la société en difficulté se concentre traditionnellement en France sur les obligations mises à la charge de l'administrateur judiciaire et du mandataire représentant des créanciers<sup>33</sup>, notre droit positif attribue au dirigeant du débiteur placé en sauvegarde, un important pouvoir décisionnel (ouverture et présentation du plan), dénué de toute obligation à l'égard des tiers.

51. Adoptant une démarche différente, certains droits étrangers, en particulier américain, se sont intéressés à la question de la légitimité du dirigeant nommé par les associés. Le droit de sociétés de l'État du Delaware, par exemple, fait peser sur le dirigeant d'une société qui sollicite l'ouverture d'une pro-

33 L'administrateur se voit confier la tâche d'arbitrer entre l'intérêt du débiteur et celui des repreneurs, des associés et des créanciers, le représentant des créanciers, celle d'arbitrer entre les créanciers chirographaires et privilégiés. *In fine*, la décision de trancher les conflits d'intérêt et de redresser ou de liquider la société appartient au tribunal, qui exerce à cet égard une véritable magistrature économique.

cedure de *Chapter 11*, une obligation spécifique (*fiduciary duty*). Ce dirigeant est tenu de préserver la valeur des actifs sociaux dans l'intérêt collectif des créanciers de la société (associés compris) et doit s'interdire de prendre toute mesure qui aurait pour effet d'empêcher la restructuration de la société<sup>34</sup>. Notre droit pourrait de la même manière soumettre le dirigeant du débiteur placé en sauvegarde à une obligation d'agir dans l'intérêt général de l'entreprise, lorsque la société est placée sous la protection de la loi qui prononce l'arrêt des poursuites.

52. Cette approche a pour défaut d'imposer une obligation dénuée de portée pratique en vérité, eu égard à la multitude d'intérêts qui se croisent dans le contexte d'une procédure collective<sup>35</sup>. Le navire serait, en quelque sorte, ingouvernable. Surtout, cette obligation juridique prendrait effet trop tardivement. De fait, beaucoup s'accordent à dire que le sort de la société se joue bien avant l'ouverture de la procédure collective. Or, il paraît très délicat de faire peser sur le dirigeant une obligation abstraite d'agir dans l'intérêt des créanciers avant que la loi ne prononce l'arrêt des poursuites. Il est, en effet, difficile en pratique de déterminer le « moment où la situation de la société s'est détériorée au point qu'il existe un risque sérieux qu'elle ne soit plus en mesure de surmonter ses difficultés » (« *in the zone of insolvency* »), justifiant un changement dans la nature des obligations mises à la charge du dirigeant<sup>36</sup>.

53. Une autre approche, prônée par les tenants de l'analyse économique du droit et relayée par les juridictions américaines, consiste à créer les conditions garantissant que le pouvoir décisionnel dans l'entreprise au cours de la procédure collective se trouve bien dévolu aux personnes qui y portent le plus grand intérêt financier. Le succès d'une telle approche repose, sur l'idée que la loi ne doit pas faire obstacle au transfert du contrôle social entre les mains des « propriétaires résiduels » de la société, lorsque sont mis en œuvre les mécanismes contractuels conclus entre le débiteur et les créanciers *senior*. Cette démarche suppose au préalable de s'interroger sur l'identité de ces propriétaires résiduels.

### 1.1. Le préalable de l'identification du propriétaire résiduel

54. Il faut ici comprendre l'emploi du terme « propriétaire » dans son acception économique, puisque le propriétaire résiduel n'est ici ni le propriétaire juridique des actifs sociaux, ni même celui des titres représentatifs du capital social. L'identification du propriétaire résiduel consiste à déterminer l'agent économique qui possède le plus grand intérêt à l'arrêt de la détérioration de la valeur de l'entreprise ; celui, par conséquent, dont on peut raisonnablement penser qu'il est le

34 *V. Commodity Futures Trading Comm'n v. Weintraub*, 471 U.S.343, 355-56 (1985).

35 D. Baird & Robert K. Rasmussen, « *Anti-Bankruptcy* », University of Chicago, Olin Law and Economics Program, Research Paper Series Paper no. 470.

36 Le droit des sociétés de l'Etat du Delaware a imaginé de soumettre le dirigeant à une obligation d'agir dans l'intérêt des créanciers sociaux quand la société est « *in zone of insolvency* » : *v. Crédit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Commc'ns Corp.* 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30. 1991), avant de revenir sur sa décision, face à la difficulté pratique de faire peser une telle obligation sur les dirigeants (Gheewalla, 930 A.2d at 103). Il apparaît en effet difficile de déterminer le moment exact à partir duquel la nature des obligations du dirigeant est affectée par la situation financière de la société.

plus disposé économiquement à opter en faveur de la meilleure réorganisation possible de l'entreprise.

55. Cette démarche nécessite d'intégrer un certain nombre de considérations économiques, en particulier le changement de propriétaire résiduel qu'emporte le constat de la défaillance financière d'une société (à distinguer de la cessation des paiements), du fait du désalignement de l'intérêt des associés de celui de l'entreprise.

### 1.1.1. Le changement de propriétaire résiduel ou le désalignement de l'intérêt des associés et de l'intérêt de l'entreprise défaillante

56. Le propriétaire résiduel est celui qui tire bénéfice du profit marginal généré par la société et qui inversement subit les conséquences de la perte marginale engendrée par la société. Il détient la créance sur la société qui prend ou perd de la valeur lorsque les autres ont été payées. En théorie économique, les intérêts du propriétaire résiduel sont, parmi tous, les plus alignés sur celui de l'entreprise (et non sur ceux de la société, l'entité juridique)<sup>37</sup>.

57. Quand la société est *in bonis*, le propriétaire résiduel est sans conteste l'associé. Lors de la liquidation du patrimoine social, sa satisfaction pécuniaire est subordonnée à celle de tous les autres créanciers de la société, y compris les créanciers de dernier rang. Il supporte ainsi le risque final de la société, et mérite en conséquence le titre de créancier, de propriétaire ou de « porteur du risque résiduel » (*residual risk bearer*)<sup>38</sup>. Au reste, l'équilibre, et pour tout dire, la légitimité de l'organisation de la société capitaliste repose sur ce principe d'assomption du risque ultime par les associés. Cette assomption fait partie des raisons fondamentales justifiant la position privilégiée, la primauté, des apporteurs de capital dans la société. La logique, juridique et économique, commande en effet d'établir une étroite relation entre le risque et le pouvoir social<sup>39</sup>.

58. Or, tandis que les autres parties prenantes à la société (les fameux *stakeholders*, c'est à dire les créanciers de toutes sortes : salariés, banquiers, fournisseurs, investisseurs, jusqu'à la communauté publique au sens large, etc.) disposent de garanties destinées à sécuriser leur créance vis-à-vis de la société, conférées par le contrat ou par la loi, les associés se trouvent placés juridiquement dans une situation de vulnérabilité particulière<sup>40</sup>. Ils sont donc ceux qui valorisent le plus les droits politiques ou les droits de contrôle exerçables au sein de la société : si ces droits étaient mis aux enchères, la rationalité économique voudrait qu'ils en soient les meilleurs enchérisseurs. Le droit positif ne fait qu'entériner cette logique en confiant aux associés les principales prérogatives de

gouvernement dans la société. Autrement dit, aux propriétaires résiduels, le pouvoir résiduel. Dans une société *in bonis*, il serait contre-productif de confier les clés de la maison sociale aux créanciers. Ces derniers n'étant intéressés que par le remboursement de leurs créances, ils empêcheraient toute prise de risque inhérente à la poursuite de l'activité de l'entreprise et au développement de l'innovation.

59. La situation se présente différemment lorsque la société connaît de graves difficultés financières et que les associés n'ont pratiquement plus aucune perspective d'accroissement de leur patrimoine après paiement des créances. On peut alors supposer que ceux-ci n'ont plus rien à perdre, le risque résiduel qu'ils se sont engagés à assumer s'étant réalisé. Leur patrimoine ne se déprécie plus, même si la valeur de l'entreprise continue à décroître. Ils ont tout à gagner, en revanche, d'un retournement exceptionnel de la société au moyen d'un investissement très risqué, puisque ultimement ils pourront continuer à en tirer les fruits. Ceci explique que l'associé, et donc le dirigeant, soient souvent en situation de déni face aux difficultés de la société – dont ils espèrent toujours le retournement – et puissent adopter des comportements qui desservent les intérêts de l'entreprise.

60. L'expérience enseigne, par exemple, que si le niveau d'endettement de la société est trop élevé, les associés refusent le plus souvent de remettre de l'argent frais dans la société, quand bien même cet argent servirait à financer des projets rentables. Ils rechignent car ils savent qu'une partie servira à régler prioritairement les créanciers sociaux. L'augmentation de capital social va en effet opérer un transfert de richesse au profit des créanciers, selon un phénomène de « *debt-overhang* », décrit par l'économiste M. Myers<sup>41</sup>.

61. À l'inverse, dès lors qu'ils se trouvent en position de propriétaires résiduels, les créanciers savent que la préservation de l'activité, et donc de la valeur d'entreprise, représente leur meilleure chance de remboursement. Ils ont donc intérêt à pouvoir prendre le contrôle de la société afin de l'aider à se redresser. Tous les créanciers ne sont pas dans la même situation selon l'ordre des priorités d'absorption des pertes (conformément aux conventions de subordination ou aux actes de nantissement)<sup>42</sup>. Certains voient leur patrimoine continuer à se déprécier à mesure que la situation du débiteur s'aggrave et inversement en cas d'amélioration de la situation de la société. Ainsi, si l'entreprise devait être cédée au mieux offrant, ces créanciers ne seraient remboursés que partiellement. Du point de vue des théoriciens de l'analyse économique du droit, ce sont les nouveaux propriétaires résiduels, ceux qui ont le plus intérêt à voir la société se redresser. Les autres créanciers seraient quant à eux, soit remboursés en totalité, soit ne recevraient rien.

37 D. Baird & Th. Jackson, « *Bargaining after the fall and contours of the absolute priority rule* », 55, U. Chicago Law Review 738, 761 (1988); D. Baird & Robert K. Rasmussen, « *The End of Bankruptcy* », 55 STAN. L. REV. 751, 785 (2002).

38 R. Burgess, « *Share capital is the risk-bearing capital of the company* », op. cit. numéro 1.16; O. Williamson, « *On the Governance of the Modern Corporation* », Hofstra Law Review, 1979, 8, p. 63-78; D. Millon., « *Frontiers of Legal Thought: Theories of the Corporation* », 1990, Duke L. Journ., 235.

39 A. K. Sundaram, A. C. Inkpen, « *The corporate objective revisited* », Thunderbird School of Management Working Paper, October 2001.

40 Williamson, 1984 et 1985, cité par R. Romano, « *Corporate Law and Corporate Governance* », Industrial and Corporate Changes, vol. 5, numéro 3 (1996), Oxford University Press.

41 M. Myers, « *Determinants of Corporate Borrowing* », Journal of Financial Economics, 5, 147-75 1977. Dans cette situation, les associés vont refuser de remettre de l'argent dans la société, sauf (i) à ignorer la gravité de l'état d'endettement de la société, hypothèse dans laquelle, les associés ne disposent pas de toute l'information pertinente (non divulguée par les dirigeants), (ii) à être convaincus que la rentabilité attendue du projet sera telle que les perspectives de rentrée de trésorerie atténueront l'effet causé par le transfert de richesse qui s'opère au profit des créanciers, ou (iii) à exiger des créanciers un abandon partiel de créances, ces derniers n'ayant pas le choix de résister dès lors qu'ils ne sont pas disposés à prendre le contrôle de la société, ou que la liquidation de la société ne permet pas de les rembourser complètement.

42 V. D. Baird & Robert K. Rasmussen, « *The End of Bankruptcy* », 55 STAN. L. REV. 751, 785 (2002).

62. Le changement de propriétaire résiduel constitue donc un moment clé dans la conduite de la société, mais dont l'appréciation précise s'avère en pratique particulièrement délicate<sup>43</sup>, en raison de l'exercice de valorisation auquel il conviendrait de se livrer.

### 1.1.2. La détermination du moment du changement de propriétaire résiduel

63. La redistribution des droits d'associé, selon l'ordre de priorité, et la caractérisation du propriétaire résiduel devraient résulter de la valorisation retenue. Compte tenu du caractère nécessairement incertain et aléatoire d'une telle valorisation (1.1.2.1.), les parties peuvent contractuellement prévoir les conditions d'un tel changement (1.1.2.2.). En l'absence de telles prévisions ou en cas de désaccord, le recours au juge devient nécessaire (1.1.2.3.).

#### 1.1.2.1. La nature aléatoire d'un exercice de valorisation

64. Déterminer le moment à partir duquel le patrimoine global des associés ne se déprécie plus en dépit de l'aggravation des difficultés de la société, revient à saisir l'instant où il devient acquis que la valeur économique des actions a atteint le point mort, celui où « *the value breaks* ».

65. L'approche liquidative n'a pas vocation à être retenue en l'absence de défaut de paiement. Consistant à corréliser la valeur de la société à celle de ses actifs vendus séparément et immédiatement sur le marché, elle apparaît comme la plus défavorable aux associés, dans la mesure où elle ne tient pas compte de la valeur intrinsèque de l'entreprise, résultant du regroupement de l'ensemble des actifs<sup>44</sup>.

66. Les dirigeants du débiteur seront incités à adopter une autre approche qui tienne compte de la valeur intrinsèque de l'entreprise. En tout état de cause, la valorisation d'une société diffère nécessairement selon l'auteur de la valorisation et le niveau d'information dont il dispose. Lorsque la société en difficulté n'a pu réaliser au cours des années précédentes aucun des objectifs fixés dans son plan d'affaires (en terme par exemple de rentrées de trésorerie futures), il est légitime que les établissements bancaires ne se laissent guère convaincre par une valorisation émanant d'une équipe de direction qui aura tendance à embellir la situation de l'entreprise en conservant des informations qui empêchent les créanciers de se faire une idée exacte des performances futures de l'entreprise.

67. En résumé, l'exercice de valorisation ne permet pas de trancher de manière définitive la question du moment à partir duquel les associés perdent leur statut de propriétaire résiduel, d'où la nécessité de s'accorder sur un événement qui oblige les parties, ou le juge en cas de désaccord, à cristalliser une valeur. Cet événement peut être librement négocié entre les parties ou résulter du constat que la société, étant à court de liquidité, n'a plus d'autre choix que la liquidation.

#### 1.1.2.2. Le rôle des covenants

68. Les contrats de prêts contenant des engagements dont le non-respect entraîne l'exigibilité anticipée des dettes, per-

43 V. LoPucki, M. Lynn, « *The Myth of the Residual Owner: An Empirical Study* », (April 29, 2003). UCLA School of Law, Law & Econ Research Paper numéro 3-11.

44 On supposera par hypothèse que la société considérée a une valeur intrinsèque et qu'elle n'appartient pas à la quatrième catégorie selon la classification de M. Jensen, cf § 26.

mettent d'imposer une négociation sur la valorisation de l'entreprise en amont de la cessation des paiements (à un moment où il est encore possible d'adopter des choix de redressement de long terme).

69. Tout l'intérêt des contrats de financement est donc de prévoir des événements qui permettent en amont aux établissements bancaires de menacer le débiteur de l'exigibilité anticipée de la dette afin de provoquer tout au long de leur collaboration des discussions sur la valeur de l'entreprise (c'est-à-dire les perspectives de rentrées de trésorerie en fonction du plan d'affaires du dirigeant) et d'envisager le cas échéant, une restructuration du capital de la société.

70. Bien que les parties ne soient pas dépourvues d'outils pour parvenir à s'accorder sur une valorisation, même provisoire<sup>45</sup>, le risque de contestation existe, qui rend utile l'intervention judiciaire. Permettre au juge d'arrêter une valeur doit aussi correspondre à l'une des finalités de la procédure collective, dès lors que l'équilibre contractuellement négocié ne s'en trouve pas trop négativement affecté.

#### 1.1.2.3. Les conflits de valorisation

71. La procédure collective devrait amener les parties, sous le contrôle du juge, à constater que la valeur économique des actions est égale à zéro. Cela n'est possible que si la procédure de redressement judiciaire ne vient pas modifier le déroulement du contrat. Autrement dit, la procédure collective doit permettre de cristalliser la valeur d'entreprise de la société défaillante, cette fois-ci sous le contrôle du juge.

72. Compte tenu des asymétries d'information évoquées précédemment, il est préférable que le juge encourage les parties à recourir à leur propre valorisation et à se mettre d'accord sur une valorisation raisonnable, le juge pouvant trancher, à l'aide d'expert, si nécessaire en dernier ressort<sup>46</sup>. En tout état de cause, le juge doit pouvoir mettre fin aux conflits rapidement pour éviter que la société ne reste trop longtemps en procédure collective. Au besoin, le juge doit pouvoir organiser une cession accélérée de l'entreprise sans l'accord des créanciers et des actionnaires, si l'intérêt de celle-ci l'exige, à l'image de la cession partielle des actifs de la General Motors dans le cadre de la *Section 363 du Chapter 11*<sup>47</sup>.

45 Pour favoriser l'adhésion à un plan, les parties pourront s'accorder sur l'octroi d'instruments optionnels, par exemple des BSA, ayant pour effet de différer la juste répartition de la valeur d'entreprise. Ces instruments pourront ainsi être exercés en cas de surperformance de la société défaillante par rapport aux prévisions établies, au moment de la restructuration de la dette. Dans la mesure où il s'agit avant tout d'éviter que ne se prolonge une négociation (surtout lorsque la société est placée en procédure collective), les parties sont incitées à trouver un accord. Pour cette raison, les créanciers sont prêts à faire des propositions avantageuses aux associés et aux créanciers les plus *junior* en amont, afin d'éviter à tout prix l'ouverture d'une procédure collective, et ce, même s'il est acquis que la valeur de leurs droits est égale à zéro au moment où cette offre leur est présentée.

46 Ainsi, dans la restructuration de la société IMO Carwash au Royaume-Uni, les créanciers *junior* avaient combattu l'évaluation faite par les établissements bancaires et leurs conseillers de la société en ayant recours à une méthode de simulation de Monte-Carlo jugée trop aléatoire. Ils étaient arrivés en effet à une évaluation comprise entre 210 millions et 700 millions de pounds.

47 V. B. Simon, *Financial Times* 31/05/2009. « *Q.A : Chapter 11 and General Motors* ». V. M. Chi To, A. D'Ornano et C-Ph. Letellier « *Acheter une entreprise en difficulté aux Etats-Unis, les attraits de l'article 363 du Bankruptcy Code, à l'aune du plan de cession français* », RTDF numéro 1/2 – 2009 p. 156.

73. Notre droit est malheureusement assez éloigné de ces conceptions et relativement indifférent aux problématiques liées à la valorisation de la société<sup>48</sup>. Ni la loi du 25 janvier 1985 ni la loi du 26 juillet 2005 n'ont, contrairement au *Chapter 11*, envisagé la procédure collective de redressement comme l'occasion, au même titre que la liquidation judiciaire, de cristalliser la valeur d'entreprise de la société, à partir de laquelle les droits des associés et des créanciers devraient être réalloués. Notre droit s'immisce dans les rapports contractuels, déjoue les prévisions des créanciers et, de fait, limite le rôle essentiel des *covenants* bancaires dans l'anticipation des difficultés<sup>49</sup>, alors même que le désalignement d'intérêt entre l'entreprise et les associés est avéré.

## 1.2. L'inaptitude du droit français des procédures collectives à attribuer le pouvoir décisionnel au propriétaire résiduel

74. Fondamentalement, le droit des procédures collectives constitue une entrave à la liberté contractuelle, justifiée par l'intérêt général. Ce sont des règles d'ordre public auxquelles les parties ne sauraient échapper. Dès l'instant que la règle de droit s'insère dans les rapports privés et, en l'occurrence, perturbe significativement l'exécution des obligations contractuelles, au nom du bien public, le moins que l'on puisse attendre de son auteur est qu'il s'assure, préalablement comme ultérieurement, que son intervention réponde suffisamment aux objectifs affichés de maintien de l'entreprise et des emplois et respecte une certaine proportionnalité. Il devrait notamment incomber au législateur de vérifier que la catégorie d'acteurs à laquelle il attribue un rôle décisionnel dans le cadre de la procédure collective agit conformément à ces objectifs. Il s'agit là d'une exigence élémentaire de bonne législation, essentielle à la réalisation des fins poursuivies.

75. Notre droit des procédures collectives ne se préoccupe hélas guère de la question du changement de propriétaire résiduel et réserve indistinctement aux dirigeants et associés l'essentiel des moyens d'assurer le redressement de la société (1.2.1.). Il en résulte une absence de prise en charge des conflits d'intérêts entre créanciers et associés (1.2.2.) ou entre créanciers (1.2.3.), empêchant l'identification d'un nouveau propriétaire résiduel.

### 1.2.1. Un dirigeant social aux commandes de la procédure de sauvegarde

76. Dans les sociétés limitant à l'apport la responsabilité des associés, c'est-à-dire la grande majorité des sociétés, le risque de cessation des paiements peut inciter les associés à s'engager dans des projets aventureux en espérant un retour à

meilleure fortune. La raison tient à la situation de « *no-lose game* » dans laquelle ils se trouvent : si le projet réussit, l'entreprise sera sauvée à leur plus grand profit ; si le projet échoue, les pertes seront supportées par les créanciers. Représentant des intérêts des associés, le dirigeant est lui aussi incité à mettre en œuvre ce type de projets.

77. Le problème de rapport mandataire/mandant, inhérent à l'organisation de la société et à la répartition du pouvoir, se pose en des termes différents lorsque la société connaît des difficultés financières<sup>50</sup>. Il est possible de distinguer trois types de situations :

- le dirigeant est fidèle à son actionnariat et suit un plan d'affaires risqué en espérant à terme le redressement de la société et le retour à meilleure fortune de ses associés (le dirigeant peut être lui-même actionnaire) ;
- le dirigeant est décidé à faire valoir ses propres intérêts, tel le pouvoir et le prestige qu'il tire de son maintien dans ses fonctions au détriment des propriétaires résiduels ;
- le dirigeant considère qu'il représente désormais les intérêts des nouveaux propriétaires résiduels.

78. Pour inciter le dirigeant à adopter un comportement conservateur, le droit français fait peser sur lui le risque patrimonial d'une condamnation en responsabilité pour insuffisance d'actif et le risque pénal de l'abus de biens sociaux. Ces seules mesures dissuasives paraissent insuffisantes pour convaincre le dirigeant de se comporter en amont comme le mandataire des propriétaires résiduels. En définitive, le contrôle *ex post* des actions du dirigeant ne présente qu'un intérêt limité dès lors qu'il ne permet pas d'enrayer la destruction de valeur consécutive aux difficultés financières et économiques rencontrées par la société.

79. Sans doute, comme mentionné précédemment, le législateur a-t-il pensé que le dirigeant du débiteur serait d'autant plus incité à recourir à la sauvegarde, que la loi lui garantit un contrôle total sur le cours de la procédure, en excluant l'intervention des créanciers comme celle de l'administrateur judiciaire. La question se pose cependant de savoir s'il est vraiment toujours le plus légitime, étant peut-être lui-même à l'origine du mal dont souffre l'entreprise, à tenir le rôle privilégié que la loi lui confie.

80. Cette exclusivité reconnue au débiteur se manifeste lors de l'ouverture de la procédure de la sauvegarde, qui ne peut être ouverte qu'à la seule initiative du dirigeant. Elle se ressent surtout lors de la présentation du plan de sauvegarde. En attribuant au dirigeant le monopole de présentation du plan, le droit lui confère un formidable pouvoir de négociation. En effet, le plan peut être souvent perçu comme « à prendre ou à laisser » pour les créanciers, qui savent qu'en l'absence

48 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 financiers (AMF) prévoit 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.

49 À cet égard, le phénomène de « *covenant-lite* » (prêts bancaires contenant un nombre très limité de *covenants*) auquel le marché a assisté du fait de l'afflux de liquidité entraînant une compétition entre les prêteurs, constitue un véritable danger pour la restructuration des sociétés, les dirigeants attendant la crise de trésorerie concrétisant la cessation des paiements pour négocier avec leurs créanciers.

50 Il s'agit d'une référence à la théorie des coûts d'agence, qui considère que la divergence d'intérêt entre les différents acteurs de la vie de l'entreprise fait naître un certain nombre de coûts, appelés coûts d'agence. Ces derniers recouvrent notamment les coûts de surveillance consentis par le mandant pour vérifier l'adéquation entre la gestion du mandataire et ses propres objectifs (mise en place de procédures de contrôle, de systèmes d'audit, rémunération du mandataire...) et les coûts de dédouanement ou de justification engagés par le mandataire dans le but de rassurer le mandant sur la qualité de sa gestion (édition de rapports annuels...). M. C. Jensen (1986), « *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers* », *American Economic Review*, *ibid*.

d'adhésion de leur part, le dirigeant aura encore la possibilité de demander au juge d'ordonner le rééchelonnement d'office des créances sur une période pouvant aller jusqu'à dix ans, sans contrepartie financière<sup>51</sup>.

81. La restructuration médiatisée de la société Belvédère témoigne des conséquences négatives pour l'entreprise du contrôle discrétionnaire des dirigeants sur la procédure. En l'espèce, les dirigeants de la société n'avaient pas respecté l'interdiction qui leur était faite, aux termes du contrat d'émission obligataire, de faire procéder par la société au rachat de ses propres actions sur le marché. Sous la menace d'une accélération du remboursement de la dette, ils ont alors réclamé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, sans avoir préalablement recherché un accord avec leurs créanciers, et obtenu du tribunal de commerce de Dijon un rééchelonnement d'office sur dix ans de la dette de l'entreprise<sup>52</sup>. On comprend, dans ces conditions, l'émotion suscitée par cette affaire dans le monde des créanciers-financiers et les répercussions en chaîne négatives qu'elle n'a pas manqué d'emporter en termes d'image internationale de la sauvegarde française et de coût du crédit pour les entreprises nationales.

82. Dernièrement, la jurisprudence est intervenue pour contrôler l'utilisation faite par les dirigeants de la procédure de sauvegarde. Ainsi, dans les arrêts Cœur Défense, la Cour d'appel de Paris a-t-elle estimé que les difficultés invoquées par les sociétés *holding* débitrices n'étaient pas suffisantes pour leur permettre de se placer sous la protection du droit des procédures collectives, dans la mesure où le mal n'était que d'ordre financier (et non opérationnel)<sup>53</sup>. S'il n'est pas contesté que les dirigeants ont pu, dans l'affaire Cœur Défense, comme dans l'affaire Mansford<sup>54</sup>, instrumentaliser

la procédure pour renégocier des accords au seul avantage des associés, au mépris de leurs accords contractuels, on peut s'interroger sur l'opportunité d'un contrôle judiciaire de la nature des difficultés, financières ou économiques<sup>55</sup>, et sur les risques de ce changement de jurisprudence en termes de sécurité juridique<sup>56</sup>. En présence d'un débiteur défaillant constitué dans l'unique but de permettre le financement d'un actif, une autre solution aurait en réalité été semble-t-il préférable pour les créanciers d'un point de vue économique<sup>57</sup>.

## 1.2.2. Le droit de veto des associés à la restructuration de la dette

83. Le législateur n'a pas traité spécialement des droits des associés au cours de la procédure collective. Il leur reconnaît ainsi implicitement la plénitude des prérogatives qu'ils tirent du droit des sociétés *in bonis*. On observe, en particulier, que le droit des procédures collectives ne déroge pas au droit commun des augmentations de capital. La conversion des créances en actions nouvelles de leur débiteur ne peut dès lors s'opérer sans l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire des associés, lesquels disposent ainsi d'un véritable droit de veto sur de telles opérations<sup>58</sup>.

84. Cet état du droit engendre une situation paradoxale dans laquelle le droit de veto des associés est appelé à être monnayé, alors même que la valeur des titres auxquels il est attaché est égale à zéro. De fait, les associés n'accepteront d'approuver une restructuration prévoyant une dilution de leur participation qu'à la condition d'y être incités financièrement. C'est ainsi que la restructuration de la dette de Technicolor n'a pas pu être acceptée par les associés réunis en assemblée générale qu'en raison de l'offre qui leur était faite de conserver au moins 15% du capital et de la possibilité de se reluer à terme.

85. L'argument selon lequel toute solution contraire reviendrait à procéder à une inacceptable exclusion des associés, au mépris de leur droit de propriété, se heurte tant à la réalité économique qu'à la condition juridique de l'associé. En cas de liquidation immédiate (faute d'alternative) sans *boni*, nul ne songerait à soutenir que les associés se trouvent expropriés. Ils affrontent là simplement le risque maximal du capital,

51 La loi ne permet pas aux créanciers d'augmenter le taux d'intérêt des prêts, malgré le risque causé par le report de la date de remboursement. Elle prévoit seulement l'obligation pour le débiteur de rembourser le passif à compter de la troisième année par annuité d'un montant au moins égal à cinq pour cent du montant de chaque créance rééchelonnée (art. L. 626-18 C. com.).

52 La réussite du plan nécessitait non seulement la cession des actifs sociaux ayant le plus de valeur, dans des conditions ne permettant pas forcément d'obtenir un juste prix de marché, mais également l'émission sur le marché de nouveaux instruments financiers auprès d'investisseurs devenus hostiles aux dirigeants. D'ailleurs, moins de trois mois après l'homologation du plan, les actionnaires dirigeant ont été obligés de proposer une conversion de créance en capital à leurs créanciers. L'opération a cependant été rejetée par les créanciers en raison de la valeur retenue pour la conversion (conversion de leur dette en ORA dont l'effet immédiat était d'exiger un abandon d'environ 75% de leur créance). En effet, le ratio de conversion a été établi sur la base d'une valorisation très inférieure à celle utilisée pour modifier les caractéristiques de BSA et BSAR des actionnaires.

53 La Cour d'Appel de Paris du 25 février 2010 souligne notamment (i) s'agissant de la société Hold, que celle-ci « n'a pas prétendu éprouver des difficultés à poursuivre son activité elle-même de bailleuse de bureaux mais fait seulement état de circonstances imprévues lui rendant plus onéreuse l'exécution de l'obligation contractuelle de couverture du risque de variation des taux d'intérêts, imposée par les contrats de prêts ayant originellement financé son acquisition » ; et (ii) s'agissant de la société Dame Luxembourg, que celle-ci n'a pas, au jour de l'ouverture de la sauvegarde, « réellement invoqué l'existence de difficultés ayant pu antérieurement affecter son activité de gestion de son portefeuille de titres de ses filiales » et n'a pas à solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde « à seule fin de faire échec à l'exécution du pacte commissaire concernant les titres sociaux qu'elle détient dans le capital social de la société Hold ».

54 Ainsi, dans une décision rendue le même jour que les trois arrêts Cœur Défense, le 25 février 2010, la Cour d'appel de Paris souligne « qu'en raison de la force obligatoire des contrats, il n'appartient pas aux requérantes ni à l'intervenant volontaire : (1) de modifier unilatéralement les obligations découlant des contrats de prêts qu'elles ont souscrits, (2) ni davantage, en

l'absence de réelles difficultés affectant leur activité, de solliciter l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à seule fin de faire échec à l'impossibilité juridique dans laquelle elles se trouvent chacune, d'imposer unilatéralement des modifications du taux « LVT » au prêteur, en obtenant indirectement, mais nécessairement du juge, par le seul effet de l'ouverture de la procédure sollicitée, la suspension de la clause contractuelle qu'elles n'ont pas antérieurement réussi à faire modifier d'un commun accord avec leur co-contractant. ».

55 L'expérience montre pourtant que les difficultés financières (en dehors de toute difficulté économique), peuvent entraîner des conséquences néfastes au plan opérationnel. (cf note de bas de page numéro 20). Le critère des difficultés financières à lui seul avait pourtant emporté précédemment la conviction des juges amenés à approuver l'ouverture d'une procédure collective à l'égard d'une société holding dont le seul actif résidait dans les actions de la filiale opérationnelle, dans le cadre d'un montage LBO.

56 Voir par exemple la procédure de sauvegarde de la société GAL, holding de la Compagnie d'Affrètement et de Transport. Le Tribunal a, comme dans l'affaire Eugène Perma, apprécié la situation de la holding de détention en prenant en considération l'avenir de son unique filiale, société opérationnelle employant plusieurs milliers de salariés.

57 Cette solution, plus favorable aux créanciers *junior*, nécessite cependant l'intervention du législateur, objet de notre seconde sous-partie sur les plans de cession. Cf. § 120.

58 Ph. Roussel Galle, « Associés, dirigeants et plans de continuation dans la société en difficulté », Bulletin Joly Sociétés, décembre 2009 numéro 12, p. 1109.

auquel ils ont consenti en entrant dans la société, réalisé du fait de l'infériorité de valeur de l'actif social au montant du passif. Expropriation contre expropriation, celle des créanciers non remboursés est attentatoire à la subordination juridique qui caractérise les droits patrimoniaux des associés, censés contribuer aux pertes sociales. Le fait de contraindre les créanciers à maintenir leurs lignes de financement dans l'unique but de voir comblé l'espoir des associés d'un retour à meilleure fortune pour le moins éventuel (alors même que l'intérêt de l'entreprise pourrait être autrement mieux préservé) équivaut à accepter un transfert de richesse des créanciers au profit des associés en violation des principes sur lesquels repose l'organisation même de la société capitaliste. Il est utile de rappeler que, aux termes de la loi, le redressement vise avant tout à la préservation de l'entreprise en tant qu'unité économique. Si, eu égard à cet objectif, le législateur a pu se désintéresser relativement du sort des créanciers au temps où l'État jouait le rôle de banquier des entreprises – comme au moment de la loi du 25 janvier 1985 – aujourd'hui, la loi et son application peuvent aboutir à organiser au profit des associés l'expropriation des créanciers privés, dont le profil n'est pourtant guère différent de celui des associés, en particulier dans les opérations de financement structuré.

86. Ce raisonnement n'est pas si éloigné de celui suivi par la Cour de cassation. Dans son célèbre arrêt l'Amy<sup>59</sup>, la chambre commerciale de la Cour de cassation a en effet validé, compte tenu de la situation financière de la société et de ses perspectives de redressement, une opération de réduction de capital à zéro réalisée par un établissement bancaire très endetté, laquelle emportait l'exclusion des associés – contre leur gré pour certains – sans possibilité pour eux de réinvestir dans la société au moyen d'un droit préférentiel de souscription. Pour justifier sa décision, la Cour a considéré que la situation des associés n'aurait guère été meilleure en cas de liquidation (reconnaissant implicitement que la valeur réelle de leurs titres était égale à zéro). Il s'agit indéniablement d'une première ouverture de nos juges au raisonnement économique<sup>60</sup>. L'argument de l'atteinte au droit de propriété avait, en l'occurrence, été rejeté par la Haute juridiction.

87. On observera que, dans le cadre des montages LBO, la loi des parties est plus souvent respectée, dans la mesure où d'autres facteurs externes permettent d'imposer au dirigeant et aux associés la réalité économique. Les créanciers sont plus à même d'exiger des associés qu'ils se retirent, dès lors qu'ils ne peuvent ou ne veulent refinancer suffisamment la société. Ainsi, Oaktree Capital Management, fonds « *distress* » américain, a racheté une forte proportion de la dette *senior* de la société SGD pour s'assurer le contrôle du cours des négociations visant à la restructuration de la dette et provoquer ensuite, avec l'accord des fonds associés contraints de sortir, la conversion d'une partie de celle-ci en actions. Cette opération de « *loan to own*<sup>61</sup> » (rachat d'entreprise par la dette) a été rendue possible dans un contexte particulier :

59 Cour de cassation 18 juin 2002 numéro 1211 FS-P, Association Adam c/SA l'Amy, Bull. Joly Sociétés, 01 novembre 2002, numéro 11, p. 1221.  
 60 Jusqu'alors, la possibilité de réinvestir était la condition imposée par la jurisprudence pour valider une réduction du capital à zéro. La Cour de cassation rejette le recours formé par les actionnaires dissidents en fondant notamment sa décision sur le fait que, au regard de la situation financière de la société, les actionnaires dissidents n'auraient pas été mieux traités en cas de « dépôt de bilan » (« liquidation ») : ils auraient, en tout état de cause, tout perdu.  
 61 V. S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder « *loan to own* » en droit français ? », JPC E II, 09/07/2009, numéro 28-29, p. 21-31. V. D. Bernstein,

1) capacité d'Oaktree Capital Management à remettre de manière significative de l'argent frais dans la société en grande difficulté opérationnelle (via notamment un apport en capital<sup>62</sup>), contribuant à renforcer son contrôle sur le déroulement des négociations ;

2) dispersion limitée des actions et de la dette de la SGD entre les mains d'investisseurs avertis, rendant possible la conclusion d'un accord unanime<sup>63</sup> ;

3) absence de conflits d'intérêt entre les associés et les dirigeants, ces derniers ayant même intérêt à soutenir le rachat de la société pour renégocier leur « *management package* » ;

4) risques significatifs en termes de responsabilité pour les fonds *sponsors* à se maintenir dans la société, à qui on pouvait reprocher une gestion de fait (condamnation en matière sociale, action possible pour insuffisance d'actifs en cas de liquidation) ;

5) risque de réputation pour les fonds *sponsors* à se soustraire à ses obligations vis-à-vis d'établissements bancaires indispensables aux associés (fonds d'investissement) pour le financement de leurs futures opérations.

En définitive, pour les acteurs d'un LBO, la possibilité de devenir un jour associés de la société opérationnelle fait partie de la règle du jeu acceptée initialement par les prêteurs et les associés. Les cas d'utilisation de la procédure de sauvegarde pour détourner l'application des contrats de prêts amènent désormais les créanciers à prévoir des dispositions qui les assurent du respect par le débiteur de ces contrats (droits étrangers, possibilité de révocation des dirigeants, etc.).

88. En revanche, dans le cas d'une société dont le capital reste aux mains d'un entrepreneur, comme dans l'affaire Belvédère, le dirigeant fondateur se trouve en situation de conflit d'intérêt et ne subit pas les mêmes pressions externes qu'un fonds d'investissement, pour accepter la réalité économique qui s'impose à lui.

89. L'objectif ne devrait certainement pas consister à bannir tout transfert éventuel de richesse des créanciers au profit des associés. De tels transferts peuvent être envisageables, voire souhaitables en réalité, soit parce que le maintien de la valeur intrinsèque de la société (et donc le sort des créanciers) dépend de la présence en son sein du dirigeant associé, comme c'est le cas dans la plupart des petites entreprises, soit parce que les associés ont la capacité et la volonté de recapitaliser leur société. Dans les autres hypothèses, le législateur pourrait faciliter le changement de mains du contrôle de l'entreprise, dans les conditions prévues et acceptées par les parties, afin de permettre la résolution rapide des difficultés de l'entreprise.

.....  
 « *Toward a new corporate reorganization paradigm* », Journal of Applied Corporate Finance Volume 19 p. 9.  
 62 Cette opération est en effet intervenue dans un contexte exceptionnel, dans lequel la situation de la société au plan financier et opérationnel s'était tellement dégradée que les parties se sont entendues pour éviter la solution classique consistant à rééchelonner de manière automatique la dette et/ou obtenir des créanciers des abandons de créances. Le rachat de dette, seul n'aurait pas permis ce changement de contrôle : s'il a eu comme principal intérêt, celui de s'assurer le contrôle des négociations, l'apport en trésorerie a été déterminant pour permettre le changement d'associés.  
 63 Pour cette raison, l'ouverture d'une procédure collective n'a pas été nécessaire, comme dans le cas de la restructuration d'Autodis, pour exclure les créanciers et actionnaires minoritaires.

### 1.2.3. Des créanciers artificiellement placés sur un pied d'égalité

90. L'identification du propriétaire résiduel suppose d'isoler, au sein de la communauté des créanciers, ceux dont le patrimoine se déprécie à mesure que la société continue à perdre de la valeur (par opposition à ceux qui ont tout perdu et ceux dont le patrimoine n'a pas encore commencé à se déprécier). Les accords contractuels (conventions de subordinations et sûretés) conclus entre les créanciers et la société sont censés régler cette situation, en organisant un ordre de priorité fixant l'ordre d'absorption des pertes. Malheureusement, le droit français déjoue ces anticipations contractuelles en situant sur un pied de quasi-égalité dans la prise de décision, l'ensemble des créanciers sociaux, sans considération pour leur rang de priorité.

91. Confrontés aux difficultés de leur débiteur, les créanciers *senior* et privilégiés ne considèrent naturellement devoir assumer personnellement les pertes sociales qu'en dernier ressort : après les associés et les créanciers subordonnés et chirographaires. À cet égard, la loi des parties ne distingue pas – et cela n'aurait aucun sens d'un point de vue financier – entre l'hypothèse d'une liquidation judiciaire ou d'un redressement judiciaire (ou sauvegarde). Même dans ce dernier cas, le patrimoine des créanciers *senior* devrait ainsi commencer à se déprécier après celui des autres. Le respect par la loi de l'ordre des priorités lors de l'approbation du plan de sauvegarde est donc un préalable nécessaire. À défaut, il n'est pas possible d'identifier la ou les catégories de créanciers qui sont les nouveaux propriétaires résiduels.

92. L'approbation d'un plan prévoyant la conversion de la dette en actions nécessite, en effet, l'accord du comité des créanciers fournisseurs, du comité des créanciers bancaires, ainsi que de l'assemblée des obligataires, statuant chacun à la majorité des deux tiers du montant des créances détenues par leurs titulaires ayant exprimé un vote. Assez curieusement, au regard du principe général d'égalité, dont le droit des sociétés *in bonis* se montre respectueux en matière obligataire, la loi ne se préoccupe pas ici de l'homogénéité des intérêts des personnes réunies dans le vote. Par ailleurs, des créanciers bancaires *junior* et *senior* peuvent se retrouver dans le même comité, tout comme des créanciers privilégiés et chirographaires<sup>64</sup>, avec les conflits d'intérêts et les risques d'abus pouvant en résulter. Par cette composition indistincte, l'on a sans doute cherché à simplifier les conditions d'approbation du plan. Assez vainement en réalité. La restructuration de la société Technicolor (ex Thomson) s'est chargée de révéler les difficultés provoquées par ces mélanges<sup>65</sup>. Certes, la loi prévoit la possibilité dans le plan d'établir « un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient »<sup>66</sup>. Mais ce n'est là qu'une simple possibilité, ni la convention de subordination, ni la subordination, pourtant visées expressément par les textes dans le cas des valeurs

64 Pourtant, en fonction de la valeur des actifs grevés et du niveau d'endettement de la société, les premiers auraient été en mesure d'obtenir une contrepartie différente des seconds en cas de liquidation immédiate des actifs. Le plan conduira probablement à les traiter également, alors qu'ils n'auraient pas été affectés de la même manière en cas de liquidation judiciaire.

65 Cf. § 94 ci-après.

66 Article L. 626-30-2 en ce qui concerne la possibilité d'accorder un traitement différencié entre les créanciers et article L. 626-32 du Code de commerce, en ce qui concerne la possibilité d'accorder un traitement différencié entre les créanciers obligataires.

mobilières donnant accès au capital<sup>67</sup>, ne sont opposables aux organes de la procédure. Dès lors que le tribunal considérera leurs intérêts suffisamment protégés, le plan pourra être homologué sans considération de l'ordre contractuel des paiements<sup>68</sup>.

93. L'introduction en droit français de la fiducie-sûreté a cependant permis au législateur d'envisager des solutions plus conformes aux ordres de priorité, notamment en ce qui concerne les titulaires de sûretés. L'ouverture d'une procédure de sauvegarde ou de redressement paralyse la fiducie<sup>69</sup>, mais préserve le créancier fiduciaire des règles permettant d'imposer des délais ou des remises. Ainsi, le législateur a prévu que le créancier fiduciaire ne participait pas au vote des comités<sup>70</sup>, ce qui est un premier pas vers la reconnaissance de l'efficacité des sûretés et du fait qu'un créancier dont le patrimoine n'est pas affecté n'a aucune raison de participer au vote du plan<sup>71</sup>. Il conviendrait aujourd'hui de réfléchir à la généralisation de ce principe à l'ensemble des sûretés réelles.

94. En attendant, la situation actuelle engendre le risque non négligeable que les sociétés dont la structure du bilan est éclatée ne puissent jamais faire approuver un plan prévoyant la conversion de sa dette en actions. Ce risque a été mis en évidence lors de la restructuration du bilan de la société Technicolor. Des porteurs de titres de dette perpétuelle (titres super subordonnés, « TSS<sup>72</sup> ») étaient en effet appelés à approuver un plan, au sein d'une masse unique d'obligataires, où ils côtoyaient des créanciers obligataires plus *senior*. Le plan prévoyait un traitement spécifique pour les porteurs de TSS, le caractère hybride de leurs titres justifiant un sort moins favorable que celui réservé aux créanciers plus *senior*. Compte tenu du poids des TSS dans la structure du bilan de la société, la décision fut prise par la direction de réduire à bon droit les droits de vote des porteurs de TSS, en fonction de la valeur économique de leurs titres<sup>73</sup>. Contestée, cette décision a été validée par le tribunal de commerce de Nanterre le 17 février 2010 dans le cadre de l'homologation du plan. Le jugement marque une première étape sur la voie de l'intégra-

67 L'article L. 228-97 prévoit en effet que lors des émissions de valeurs mobilières représentatives de créances sur la société émettrice, il peut être stipulé que ces valeurs mobilières ne seront remboursées qu'après désintéressement des autres créanciers [...].

68 Ce principe doit être atténué dans les dossiers de restructuration de LBO dès lors que la convention de subordination, qui survit à l'ouverture d'une procédure collective, peut parfaitement prévoir que le créancier subordonné s'engage à voter dans tout comité selon les instructions reçues du *senior*.

69 Article L. 622-23-1 du Code de commerce. Ce régime s'applique au patrimoine fiduciaire qui fait l'objet d'une convention en exécution de laquelle le débiteur en conserve l'usage ou la jouissance, par opposition à la fiducie avec dépossession. Pour autant, le régime de la réalisation de la fiducie en l'absence de convention de mise à disposition n'est pas dénué d'ambiguïté, V. F. Barrière, JCP E, 2009, 1808, numéro 47, § 47.

70 Article L. 626-30, al. 4 du Code de commerce : pour la partie de sa créance garantie par la valeur liquidative des actifs transférés dans le patrimoine fiduciaire.

71 Cf. § 101 ci-après.

72 Cf. § 152 ci-après sur la nature hybride de ces titres.

73 La société a décidé de ne comptabiliser le vote des TSS qu'à hauteur de la valeur des intérêts futurs auxquels ceux-ci donnent droit, évaluée par un expert selon les différents scénarios envisageables, en tenant compte d'une reprise des paiements du coupon d'intérêts à compter de 2017 ou de 2020, pour une durée indéterminée. Ainsi, n'a pas été pris en compte le montant du principal des titres subordonnés, en raison de la très faible valorisation de leur nominal (« droit préférentiel au boni éventuel de liquidation »), réduisant mécaniquement, et de manière significative, leur poids au sein du comité.

tion de l'analyse économique dans l'allocation des pouvoirs décisionnels en matière de restructuration, qui pourrait être légalement consacrée à titre de principe. Rien ne semble justifier, en effet, une restriction de cette méthode de calcul des droits de vote des créanciers aux seuls porteurs de titres de dette perpétuelle, qui risquerait autrement d'apparaître comme une mesure purement opportuniste. La restructuration de la société Technicolor pose, par ailleurs, le problème du traitement des CDS et de la sécurité qu'ils offrent aux créanciers<sup>74</sup>. Ne conférer le droit d'approuver le plan qu'aux seuls créanciers dont le patrimoine serait affecté par l'enjeu de la réorganisation, permettrait sans doute de neutraliser ces conflits d'intérêts<sup>75</sup>.

95. En définitive, outre le problème de l'allongement des négociations et de la rupture de l'ordre des priorités, les règles d'approbation du plan empêchent l'identification des propriétaires résiduels, au sein de la collectivité des créanciers, laissant la société sans gouvernance réelle et efficace. Le fait de ne pas distinguer celui qui possède un véritable intérêt au redressement fait ainsi obstacle au retournement de la société par un investisseur qui déciderait de racheter une partie substantielle de la dette détenue par les propriétaires résiduels pour, à terme, prendre le contrôle de la société dans le cadre d'une opération dite de « *loan to own* ». L'idée participe évidemment du développement d'un marché des fusions-acquisitions des sociétés en difficulté.

## 2. Le transfert du contrôle de l'entreprise : la réallocation des ressources au mieux-disant

96. Le meilleur offrant est, en théorie, celui qui trouve le plus d'utilité à l'entreprise, parce qu'il entend développer les meilleures stratégies. Pour créer une dynamique de maximisation de valeur des entreprises en difficulté, la procédure collective doit permettre de transférer le contrôle au propriétaire résiduel (2.1.) et permettre de le valoriser (2.2.).

### 2.1. Le transfert du contrôle au propriétaire résiduel par conversion de la dette en capital

97. Admettre que la procédure collective constitue un moyen de sécuriser l'organisation du changement de contrôle de l'entreprise, nécessite de porter un regard neuf sur sa fonction, ses enjeux, son mode de fonctionnement. Destinée à assurer la transmission du contrôle de la procédure au propriétaire résiduel conformément à la loi des parties, la loi ne devrait intervenir que pour attribuer au juge le pouvoir de faciliter la restructuration dans l'intérêt de l'entreprise.

74 Jusqu'à présent, l'économie des restructurations reposait sur l'idée que la perspective d'obtenir une portion de la valeur d'entreprise de la société incitait le créancier à exercer son pouvoir de contrôle en vue d'aboutir à un accord. La détention de CDS renverse cet équilibre, ce qui complique les négociations.

75 Les mêmes difficultés apparaissent s'agissant des actionnaires titulaires de créances sur la société (le plus souvent des prêts d'actionnaires). Le législateur n'a rien prévu pour neutraliser les conflits d'intérêt qui en résultent. Dans la pratique, il est fréquent que ces actionnaires ne votent pas au sein des comités de créanciers, pour éviter de soulever des contestations déléatoires avec les créanciers sur la légitimité de leur participation. C'est la raison pour laquelle certains droits étrangers interdisent aux actionnaires de voter en comité de créancier.

### 2.1.1. Les conditions du transfert du pouvoir décisionnel aux propriétaires résiduels

#### 2.1.1.1. L'équilibre des pouvoirs au cours de la procédure collective

98. Comme indiqué, la sauvegarde ne devrait pas venir sanctionner un échec des négociations en attribuant à l'une des parties des pouvoirs qu'elle ne détenait pas en amont dans le cadre de la relation contractuelle, mais seulement permettre, en cas d'échec des négociations entre débiteur et créanciers, de procéder sous supervision judiciaire à la réorganisation de l'entreprise. S'il ne convient pas de remettre en cause le principe de l'arrêt des poursuites, il importe d'instaurer un équilibre des pouvoirs entre créanciers et associés, d'une part, pour permettre aux créanciers *senior* de jouer leur rôle dans l'anticipation des difficultés, et d'autre part, pour éviter que le droit ne vienne sanctionner trop rigoureusement les associés, ce qui serait un frein à l'innovation. L'équilibre instauré par le *Chapter 11* pourrait à cet égard être reproduit.

99. Aux États-Unis, le dirigeant dispose d'une période de 120 jours au cours de laquelle il jouit d'un monopole de proposition d'un plan de redressement. Sous certaines conditions limitées, le juge pourra envisager une extension de la période d'exclusivité. Cette mesure de faveur à l'égard du mandataire social permet de s'assurer que la voix des associés est entendue, au moins sur le plan des principes. En pratique, le recours à la procédure du *Chapter 11* venant sanctionner un échec en amont d'une restructuration à l'amiable, la valorisation des sociétés qui se présentent devant le juge au premier jour d'une procédure de *Chapter 11* est, dans l'immense majorité des cas, très inférieure au montant actualisé des dettes. Ainsi, la disparition des droits des actionnaires donne rarement lieu à contentieux, faute pour ces derniers d'être disposés à recapitaliser la société<sup>76</sup> (ce sont plutôt les fonds alternatifs, détenteurs de créances *junior*, qui se montrent plus revendicatifs).

100. Dans ce scénario, le dirigeant sait, bien en amont de la procédure de *Chapter 11*, que les propriétaires résiduels deviendront à terme les nouveaux associés, une fois réalisé le changement de structure du capital de la société. La reproduction de ce modèle en France permettrait de diminuer les tentations de recours abusif à la procédure de sauvegarde. Le dirigeant du débiteur serait incité à négocier *ex ante* avec ses créanciers et conclure éventuellement des accords dits de *pre-pack*<sup>77</sup>, dès lors qu'il ne disposerait que d'une période très courte, une fois la procédure collective ouverte, pour convaincre de l'intérêt de sa proposition de plan.

76 Cf § 60. À cet égard, l'entrée en *Chapter 11* produit alors, si le débiteur est coté, un effet automatique sur le cours de son action, puisque cette dernière est automatiquement condamnée à sortir de la cotation des marchés réglementés américains et ne peut désormais s'échanger que sur le marché spéculatif OTC (*over the counter*). L'impact de l'entrée en procédure de sauvegarde de la société Technicolor s'est révélé bien différent pour ses actionnaires, le cours de l'action s'étant apprécié le lendemain de l'annonce.

77 Le *pre-pack* est un accord conclu entre le dirigeant du débiteur et les 2/3 des créanciers considérés comme étant les propriétaires résiduels en amont de l'ouverture du *Chapter 11* ; la procédure du *Chapter 11* est alors ouverte pour une période très courte, seulement le temps pour le juge de confirmer le plan et le cas échéant d'imposer celui-ci aux autres créanciers/actionnaires. La rapidité des opérations permet de limiter les effets causés par la stigmatisation de la procédure collective sur la valeur d'entreprise de la société défaillante. V. D. Foley & J. Van Horn. « *Pre-packs on the rise in Chapter 11 Bankruptcies. Pre-negotiated Plans can accelerate Reorganizations* » Août 2008 Turnaround Management Association.

### 2.1.1.2. La dévolution du droit de vote du plan de restructuration aux seuls propriétaires résiduels

101. L'objectif du droit des procédures collectives n'est pas de permettre à tous de participer aux négociations portant sur la restructuration. Pour régler le problème de gouvernance de la société en difficulté, tout plan de restructuration devrait être approuvé par les propriétaires résiduels et seulement eux (*in fine* ce sont eux qui bénéficient des bonnes décisions et souffrent des mauvaises). Il serait alors impératif de séparer les investisseurs – associés et créanciers – en autant de catégories qu'il existe de situations différentes. La multiplication de la prise en compte des intérêts particuliers ne devrait pas rendre plus difficile l'approbation d'un plan dès lors que seulement certaines catégories auraient le droit de voter.

102. Même s'il ne sera pas toujours évident d'identifier les titulaires du droit de vote, et donc la ou les catégories de créanciers devant être considérées comme propriétaires résiduels (compte tenu du caractère nécessairement aléatoire d'une valorisation effectuée sur la société en difficulté), la limite du nombre de votants aura nécessairement pour effet de faciliter la conclusion de « *pre-packs* ».

103. Dès lors que les propriétaires résiduels doivent être seuls détenteurs du pouvoir décisionnel, la distinction entre la procédure de sauvegarde et la procédure de redressement judiciaire (qui sert avant tout à permettre le dessaisissement du dirigeant) perdrait alors beaucoup de son intérêt, l'administrateur judiciaire n'aurait plus à se substituer aux mandataires sociaux de la société.

### 2.1.1.3. Cristallisation de la valeur économique de la société – instauration d'un « *cram down* »

104. Le plan de sauvegarde ne saurait, par ailleurs, traiter les associés et la collectivité des créanciers plus défavorablement que dans l'hypothèse d'une liquidation judiciaire immédiate. Les parties s'obligeraient ainsi à arrêter une valorisation de l'entreprise et donc à établir la valeur économique de tous les titres de capital et de dette détenus sur la société débitrice. Sur la base de cette valorisation, les droits des associés et des créanciers seraient réattribués en fonction des différents ordres de priorité.

105. En fonction de cette valorisation, le juge serait amené à exclure (« *cram down* ») les catégories de créanciers et/ou d'associés de la société dont il est acquis que la valeur des titres est égale à zéro, ce qui aurait pour effet non seulement de respecter l'ordre de priorité, mais aussi de faciliter les conditions de la restructuration, ces derniers n'ayant alors pas le droit de voter le plan. La société pourrait ainsi émerger de la procédure collective avec une structure d'endettement adaptée à ses perspectives de rentrées de trésorerie futures.

### 2.1.1.4. Protection relative de l'ordre de priorité

106. La règle du rééchelonnement d'office des créances, en cas d'absence d'adhésion des créanciers au plan devrait, dans cette perspective, être supprimée, dans la mesure où il ne serait plus possible d'imposer aux créanciers un transfert de richesse injustifié au profit des associés.

107. Par ailleurs, sur le modèle du *Chapter 11*, les catégories de créanciers situés en position favorable par rapport aux propriétaires résiduels ne pourraient pas être affectés par le plan (à moins qu'ils n'en aient volontairement décidé autrement). Ces créanciers seraient considérés comme n'étant pas

affectés par le plan dès lors qu'ils reçoivent des instruments de dette dont la valeur économique est supérieure à la valeur liquidative de leurs titres, c'est-à-dire la somme qu'ils auraient reçue en cas de liquidation judiciaire immédiate de la société<sup>78</sup>.

108. L'instauration du principe selon lequel le redressement ne serait justifié qu'en cas de valorisation de l'entreprise supérieure à la valeur liquidative, évoqué ci-dessus, permettrait en outre de garantir l'efficacité des sûretés réelles des créanciers privilégiés puisque, à défaut, le titulaire des sûretés courrait le risque de voir les actifs grevés se déprécier au cours de la phase d'exécution du plan de sauvegarde.

109. Ainsi, à partir du moment où ces créanciers ne seraient pas affectés par le plan, leur consentement au plan pourrait être implicitement admis. Cette disposition permettrait d'imposer le plan de redressement aux créanciers privilégiés et *senior* qui n'ont pas d'intérêt à courir le risque d'échec du retournement de la société, ayant l'assurance de pouvoir être entièrement remboursés en cas de liquidation immédiate de la société.

### 2.1.1.5. Un contrôle limité du juge

110. Le juge devrait n'intervenir qu'en dernier ressort. Sa mission consisterait essentiellement à réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants du débiteur et les créanciers et permettre à la société d'émerger rapidement de la procédure collective, quitte à organiser la cession de l'entreprise, dans certaines situations d'urgence, (sans l'accord des créanciers si nécessaire) afin de préserver la valeur d'entreprise.

111. Le juge aurait pour mission de vérifier l'équité du plan au regard de l'ordre de priorité, afin qu'une catégorie de créanciers de rang *junior* ne puisse bénéficier d'un traitement égal, voire supérieur, à celui d'une catégorie de créanciers *senior*. Le respect de l'ordre des priorités n'a pas vocation à avoir une valeur absolue, notamment pour éviter un contentieux destiné à durer sur la valorisation ou lorsque les créanciers *senior* et *junior* s'accordent trouvent un compromis qui leur convient (remise d'argent dans la société).

112. La mission du juge serait ainsi amenée à évoluer. Elle emprunterait moins à l'idée de magistrature économique, pour se placer davantage au service du contrat (ce qui soulève le problème de l'aptitude des tribunaux de commerce à trancher ce type de contentieux). En définitive, le juge devrait s'assurer que le transfert du contrôle prévu initialement dans le contrat s'opère, non pas forcément en faveur de ceux qui initialement exerçaient ce droit en vertu du contrat par l'effet des *covenants* (les créanciers *senior*<sup>79</sup>), mais au bénéfice des propriétaires résiduels. Ce n'est que dans cette limite, (et par ailleurs si les propriétaires ont des difficultés à adhérer à un

78 À cet égard, il serait important que la loi permette la neutralisation des effets des clauses d'accélération et de *cross-acceleration* figurant dans les contrats de prêts. De cette manière, la valeur liquidative de référence, servant de valeur plancher pour la protection des créanciers *senior* et privilégiés, serait égale à la valeur économique de leurs titres immédiatement avant l'accélération du remboursement des prêts et non à leur valeur nominale.

79 Ils pourraient cependant être considérés comme propriétaires résiduels en fonction de la valorisation de la société.

plan unique<sup>80</sup>), que la loi, par l'intermédiaire du juge, viendrait bouleverser le contrat. À cet égard, la sécurité et la prévisibilité juridiques entourant la procédure collective rendraient alors quasiment inutile le recours à la procédure de conciliation.

#### 2.1.1.6. La réduction des coûts de restructuration

113. Il serait utile que le droit des procédures collectives déroge de manière significative aux dispositions techniques du droit des sociétés relatives à la souscription du capital social, afin de simplifier les conditions dans lesquelles celui-ci pourrait être remplacé. En effet, il semble impraticable dans le cadre des restructurations importantes de faire signer aux créanciers des bulletins de souscription à la multitude de créanciers. La loi pourrait prévoir que le jugement d'homologation du plan emporte substitution d'une nouvelle structure du capital à l'ancienne. En quelque sorte, un coup d'accordéon serait automatiquement réalisé, sans qu'il soit nécessaire de faire voter l'assemblée générale des associés, dès lors qu'il serait acquis que la valeur de leurs actions a atteint le point mort.

### 2.1.2. Les conditions du nouveau départ de la société

#### 2.1.2.1. Un nouveau départ avec des nouveaux associés

114. En attribuant à une catégorie de créanciers – les propriétaires résiduels – le contrôle de la procédure de sauvegarde, une dynamique très précieuse pour l'entreprise s'organiserait, conduisant à placer les titres de créance conférant la qualité de propriétaire résiduel, la *fulcrum security*, entre les mains de l'investisseur en proposant la meilleure valorisation et donc le plus susceptible d'assurer le retournement de la société. En effet, contrairement à un créancier intéressé par le seul recouvrement de la dette, l'investisseur créancier ira valoriser la *fulcrum security*, non seulement en tenant compte de la situation financière et des difficultés opérationnelles de la société, mais aussi en fonction de sa propre stratégie d'investissement. Ainsi, il saura en toute logique en offrir un prix acceptable pour les créanciers désireux de vendre, que ce soit des établissements bancaires<sup>81</sup> ou d'autres créanciers institutionnels passifs n'ayant aucun projet d'avenir pour la société. Le problème du créancier rechignant à recevoir des actions et n'ayant ni la capacité ni la volonté de gérer les participations de ses sociétés défailtantes serait ainsi résolu (à condition que la société ait bien entendu une valeur intrinsèque susceptible d'intéresser ce type d'investisseurs).

115. La reproduction d'une opération telle que celle réalisée par Oaktree Capital sur SGD pourrait alors avoir lieu sur d'autres sociétés, notamment de taille plus importante, (le prix de rachat resterait à la portée d'un seul fonds d'investissement) ou dont la dette se trouve encore davantage dispersée, à l'instar notamment des sociétés cotées. Il suffirait ainsi à l'investisseur d'acheter *a minima* un peu plus du tiers de la tranche de dette conférant la qualité de propriétaire résiduel pour s'assurer le contrôle de la procédure et en définitive le pouvoir de décision sur le sort de la société. De cette manière,

80 Dans cette situation, le juge doit être en mesure de céder de manière accélérée les actifs, comme évoqué précédemment.

81 Compte tenu de la nouvelle réglementation bancaire, les banques sont désormais désireuses de voir limiter l'encours des capitaux immobilisés, dans des délais raccourcis. En cas de négociation traînant en longueur, elles seront désireuses de céder la ligne à un intervenant extérieur.

un marché des fusions-acquisitions des sociétés défailtantes pourrait prendre forme, qui fait cruellement défaut en France à l'heure actuelle. L'arrivée de ces nouveaux acteurs, rompus aux négociations et prises de participations d'entreprises en difficultés, désireux de bâtir des stratégies d'avenir, permettrait d'assurer la gouvernance de l'entreprise défailtante bien avant la réorganisation du bilan et d'arbitrer entre la cession de l'entreprise ou sa conservation<sup>82</sup>.

116. Il importe de garder à l'esprit que cette démarche vise à valoriser l'entreprise et à transférer son contrôle à celui qui en offre le meilleur prix, c'est-à-dire celui qui va être incité à la redresser. Cela n'exclut pas que d'autres créanciers adoptent des approches plus court-termistes en se limitant à gérer une position financière. Mais on peut légitimement penser que la valorisation qu'ils feront de l'entreprise serait alors inférieure à celle réalisée par l'investisseur intéressé par un redressement, dès lors que leurs opérations court-termistes ne seraient pas créatrices de valeur<sup>83</sup>.

#### 2.1.2.2. Un nouveau départ avec une renégociation des contrats commerciaux

117. Un autre intérêt est que la société débitrice pourra plus facilement dénoncer les contrats dont les charges se révéleraient excessives pour elle, et dont la poursuite nuirait au redressement. Ainsi, lorsque la société a conclu des contrats trop onéreux avec ses fournisseurs, elle pourrait envisager, dans le cadre de la procédure collective, de mettre fin au contrat par anticipation. La partie contractante ne pourrait alors réclamer à son débiteur défailtant que des indemnités qui prendraient la forme d'une créance de nature chirographaire. Dès lors que le rang de ces créances serait situé en deçà du point mort – comme c'est souvent le cas aux États-Unis – elles ne donneraient lieu à aucun remboursement, facilitant l'émergence d'une société restructurée tant au plan financier qu'opérationnel.

118. Là où cette solution est difficilement envisageable en droit français, dans la mesure où il est très difficile de contraindre un créancier fournisseur à abandonner sa créance, le régime proposé faciliterait aux débiteurs en situation économique difficile la prise d'un nouveau départ, en s'affranchissant du respect de certaines de leurs obligations contractuelles. D'aucuns pourraient regretter à cet égard que le droit social ne soit pas également revisité lorsque la société est placée en procédure de sauvegarde...

119. Le redressement n'étant pas l'unique moyen d'assurer la préservation de l'entreprise, le droit des procédures collectives doit également permettre d'assurer le transfert du contrôle à un tiers dans le cadre d'un plan de cession.

82 Lors du redressement de la société, de tels investisseurs permettraient, par exemple, d'empêcher que les créanciers *senior* n'imposent, dans la crainte de n'être pas remboursés, des *covenants*, si contraignants pour la société, qu'ils lui enlèveraient tout réel espoir de retournement.

83 Une étude réalisée aux États-Unis en 1996 sur un échantillon de 288 sociétés ayant émergées d'une procédure de *Chapter 11*, indique que 32% de ces sociétés non-détenues par un actionnaire de référence réalisaient un résultat opérationnel négatif dans l'année qui suivait la sortie du *Chapter 11*, mais que sur les 172 autres, dans laquelle la présence d'un *vulture* était établie, seulement 12% dégageaient un résultat opérationnel négatif. Parmi ces 172 sociétés, les fameux fonds *vulture* rejoignaient le conseil d'administration de 80 d'entre elles, étaient devenus président du conseil d'administration ou directeur général dans 27 cas et avaient pris le contrôle de fait de 47 sociétés. J. Flood, « *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms* », *Adapting Legal Cultures*, D. Nelken, ed., p. 257-278, Oxford: Hart, 2001.

## 2.2. Le transfert du contrôle à un tiers dans le cadre d'un processus d'enchères

120. Respectueux des prérogatives des associés et des dirigeants, notre droit des procédures collectives ne permet pas à un créancier ou à un tiers de formuler une offre de reprise des actifs de la société au cours d'une procédure de sauvegarde, autrement dit avant la cessation des paiements. Le droit français des procédures collectives interdit en effet que, dans le cadre d'une sauvegarde, un créancier, ou un tiers, puisse émettre une offre de reprise des actifs sociaux. La loi permet seulement le dépôt d'une offre d'acquisition partielle d'activité. Celle-ci doit être distinguée de « la cession partielle de l'entreprise » autorisée après la cessation des paiements – soit trop tardivement – sans qu'il soit évident de saisir la nuance et l'intérêt d'un point de vue économique.

121. Sans doute, comme mentionné plus haut, le législateur a-t-il pensé que le dirigeant serait incité à recourir à la sauvegarde s'il était garanti par la loi contre tout risque de présentation d'un projet concurrent. La cession est pour cette raison perçue comme l'ultime solution, après que toutes les autres ont échoué<sup>84</sup>, lorsque « le débiteur est dans l'impossibilité d'[en] assurer lui-même le redressement [de l'entreprise] ».

122. Pourtant un plan de cession à un tiers peut, tout aussi bien que la restructuration de la dette de la société (qui, par hypothèse, appartient à la deuxième ou troisième catégorie dans la classification de M. Jensen<sup>85</sup>), remplir l'objectif de maintien de l'activité assigné par la loi (2.2.1.), à la condition néanmoins que la cession puisse s'organiser dans des conditions de marché, c'est-à-dire dans le cadre d'un processus d'enchères (2.2.2.).

### 2.2.1. Le principe de la réallocation des ressources de l'entreprise au profit d'un tiers repreneur

123. Si l'on s'accorde à reconnaître que l'objectif du droit des procédures collectives est de sauvegarder l'entreprise et non la société, le sort réservé à l'offre de reprise en procédure de sauvegarde mériterait d'être revu. D'autant que si le repreneur cherche un financement pour assurer la reprise des activités de l'entreprise dans leur totalité – quelle que soit sa taille –, il peut désormais compter sur l'appui des marchés financiers. Sauf hypothèse de dégradation globale des conditions de marché, à l'image de celle récemment observée<sup>86</sup>, un repreneur peut ainsi faire une offre de reprise dans des conditions permettant de préserver la valeur propre des entreprises. Dès lors, la cession de l'entreprise peut présenter les mêmes avantages que la restructuration de la dette de la société, à savoir permettre à l'entreprise de repartir entièrement sur de nouvelles bases, avec une nouvelle structure du

84 Article L. 631-22 du Code de commerce. Depuis la mise en place de la procédure de sauvegarde, les dispositions relatives à la cession de l'entreprise se situent au titre IV de la loi relatif à la liquidation et au chapitre II portant sur la réalisation de l'actif dont la première section organise la cession de l'entreprise, même si par réalisme, la cession globale ou partielle de l'entreprise a été réintroduite dans le titre relatif au redressement judiciaire au cours des débats parlementaires sur le projet de loi de sauvegarde. V. L.-C. Henry, Gazette du Palais, 8 septembre 2005, numéro 251, p. 39.

85 V. § 26.

86 Cette affirmation doit cependant être relativisée dès lors que le retournement de la conjoncture est global. Pour cette raison, le Trésor américain et le gouvernement canadien sont les seuls à avoir pu racheter General Motors et Chrysler.

capital. La possibilité de faire un plan de cession permettrait, en outre, de laisser une place à l'acquéreur industriel dans ce marché des entreprises défaillantes où interviennent principalement des investisseurs financiers<sup>87</sup>.

124. À l'égard du repreneur, le plan de cession devrait lui donner l'assurance que le passif est bien « purgé » par l'effet de la procédure collective. La procédure aurait alors pour fonction de sécuriser la transaction, tout en réduisant le coût lié à l'asymétrie d'information du repreneur potentiel ; ce dernier n'aurait pas à s'inquiéter de l'existence éventuelle d'un passif non découvert. Sans cette protection, le repreneur potentiel est bien souvent découragé face à l'incertitude pesant sur l'étendue du passif, surtout dans le cadre des restructurations industrielles. Le principe d'une purge du passif n'est pourtant pas acquis en droit français, puisque la loi prévoit que le tribunal peut, par exemple, imposer le maintien de certaines sûretés, et donc un passif, sur certains actifs pourtant cédés dans le cadre de la procédure collective<sup>88</sup>.

125. Le juge ne devrait pas être l'auteur de la décision de céder l'entreprise : cette décision revient au propriétaire résiduel, le plus disposé, du fait de sa situation, à opérer des choix efficaces. S'il le juge opportun, il pourra mener le processus de vente en parallèle à la préparation d'un plan prévoyant la restructuration de la dette de la société, comme l'expérience américaine le démontre<sup>89</sup>. À l'image de l'actionnaire d'une société cotée *in bonis*, cible d'une offre publique d'acquisition, le propriétaire résiduel arbitre alors entre la prise de contrôle et la cession de sa participation<sup>90</sup>.

126. Même si le propriétaire résiduel opte pour la prise de contrôle de la société en récupérant les titres de capital, le prix des actifs de l'entreprise déterminé par le marché conserve une utilité. Il fait office de valeur de référence pour le juge amené à trancher une contestation sur la valeur de la société à l'initiative de créanciers *junior* ou d'associés, en dessous du point mort. Toutefois, ce prix de marché devra être considéré

87 Un financier aura toujours intérêt à prendre le contrôle d'une société en rachetant une partie de sa dette, ce qui lui évite de faire une offre de reprise pour la totalité des actifs.

88 Article L.642-12 du Code de commerce prévoyant que la charge des sûretés immobilières et mobilières spéciales garantissant le remboursement d'un crédit consenti à l'entreprise pour lui permettre le financement d'un bien sur lequel portent ces sûretés est transmise au cessionnaire. Par ailleurs, la Cour de cassation a, à une occasion, admis la validité des engagements dits « hors plan », autorisant le cessionnaire à prendre à sa charge certaines dettes antérieures au jugement, au prix d'une réduction du prix, faisant peu de cas au respect de l'ordre des priorités entre créanciers, Cass. com., 17 mai 1994, 1, 484. V. B. Soinne, Rev. Proc. Coll. 1996, p. 445, numéro 25.

89 V. M. Harmer, « *The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing* », 77 Fordham L. Rev. Nov. 2008 p. 101. V. M. Chi To, A. D'Ornano et C-Ph. Letellier « *Acheter une entreprise en difficulté aux Etats-Unis, les attraits de l'article 363 du Bankruptcy Code, à l'aune du plan de cession français* », op. cit.

90 Cependant, sauf dans l'hypothèse où le tiers repreneur est en mesure de pouvoir réaliser des synergies, le prix proposé dans le cadre du processus d'enchère devrait, en principe, toujours faire ressortir une valeur d'entreprise inférieure à l'estimation que ferait un créancier social poursuivant une stratégie de « *loan to own* ». L'incertitude du tiers repreneur quant à la qualité des actifs achetés se traduit en effet par un rabais sur la « juste » valeur de l'entreprise post-restructuration. À l'inverse, le statut favorable de créancier lui permet de devenir initié de la société débitrice et ainsi d'être encore mieux à même d'apprécier la juste valeur d'entreprise de leur débiteur au moment de négocier les conditions de son retournement. C'est l'application de la théorie du « *lemon* », V. G. A. Akerlof, « *The market for lemons* » ; *quality uncertainty and the market mechanism* », 84 Quaterly Journal of Economics 488 (1970).

avec précaution. Si le secteur d'activité est très sinistré, il est peu probable que le repreneur émettra une offre à un prix intéressant.

127. Le droit français est très éloigné de cette idée. Le juge contrôle le processus de cession et n'est pas tenu de céder l'entreprise au mieux-disant.

## 2.2.2. L'intérêt économique de l'organisation d'une procédure d'enchères

### 2.2.2.1. Efficacité de la procédure d'enchères dans un objectif de maintien de l'activité

128. Dans un marché efficient, les enchères permettent de transférer le contrôle de l'entreprise au mieux-disant, participant ainsi à une réallocation efficiente des ressources de l'entreprise au profit de l'intérêt général. La recherche économique enseigne que le meilleur enrichisseur est alors incité financièrement (dès lors qu'il doit rentabiliser son investissement) à adopter la stratégie de restructuration la plus créatrice de valeur. Cette stratégie peut conduire à des cessions d'actifs non essentiels<sup>91</sup>, un choix optimal de structure du capital, une nouvelle équipe de direction, alors que l'activité de l'entreprise se poursuit après la sortie de la procédure collective<sup>92</sup>.

129. En droit français, la cession n'est pas guidée par le prix, ce qui empêche la naissance d'un marché efficient, et par conséquent la multiplication des offres. Le juge apprécie les offres qui lui sont présentées en fonction d'un certain nombre de critères fixés par la loi, notamment la sauvegarde du nombre d'emplois, mais en définitive, il peut agir de manière discrétionnaire. À cet égard, il est de manière générale peu sensible aux effets produits par les cessions à un prix symbolique, (correspondant pourtant à une subvention déguisée, pour les concurrents et leurs salariés<sup>93</sup>). Les règles nouvelles qui tendent à organiser la publicité de l'offre<sup>94</sup> vont cependant dans le sens d'une mise en concurrence des différents repreneurs.

130. Le processus d'enchère est une procédure satisfaisante pour les créanciers, à condition d'être réalisée dans des conditions proches de conditions de marché des sociétés *in bonis*, c'est-à-dire dans des conditions où le prix de vente peut être maximisé. À l'image du modèle américain, il serait possible d'identifier un premier offrant en amont de la vente, susceptible de jouer le rôle de lièvre (*stalking horse*). Il ferait alors son offre pour l'acquisition de l'activité. Les participants à la vente aux enchères seraient invités à surenchérir sur son offre. En cas de défaite du lièvre, celui-ci aurait tout de même droit à des *break-up fees* pour couvrir les frais de transactions engagés durant la phase d'audit. Au cours de ce processus de vente, les actifs pourraient être scindés entre plusieurs repreneurs, à l'image de la restructuration de General Motors qui a abandonné une partie de ses marques pour reprendre un meilleur départ.

91 Le droit français prévoit pourtant que le juge peut ordonner que tout ou partie des biens cédés ne puissent être aliénés sans son autorisation (article L. 642-10 du Code de commerce), ce qui s'avère contraire à la logique économique.

92 B. E. Eckbo et S. K. Thorburn, « *Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden* », *Journal of Applied Corporate Finance*, op cit. p. 39.

93 B. Soinne, « *Réalisme et confusion (à propos du projet de loi réformant le droit des procédures collectives)* », D. 2004 p. 1506.

94 Article L. 642-2 du Code de commerce, issu de la loi du 26 juillet 2005.

### 2.2.2.2. Efficacité de la procédure d'enchères et amélioration du taux de recouvrement des créanciers

131. Si la finalité première de la procédure collective de droit français est de préserver l'activité de l'entreprise et maintenir les emplois, elle devrait aussi jouer son rôle de forum pour l'apurement du passif. Le processus d'enchère organisé dans le cadre de la procédure collective, sous le contrôle du juge, permettrait ainsi, en maximisant le prix de vente des actifs de la société, d'augmenter le taux de recouvrement des créances, respectueux de l'ordre de priorité.

132. À cet égard, l'utilité économique du pacte commissaire pourrait être remise en cause, dès lors que la valeur des actifs grevés est supérieure au montant de la créance du titulaire du nantissement de premier rang. Le problème est, en effet, que dans cette hypothèse, le créancier nanti n'est pas incité à maximiser le prix de vente des actifs, car il sait qu'il ne peut en tirer qu'une somme au plus égale au montant de sa créance. Pour cette raison, la question de la possibilité en France de soumettre une société *holding* à une procédure de sauvegarde, même dans les opérations de financement structuré, pourrait être examinée sous un nouveau jour<sup>95</sup>. La mise en œuvre du pacte commissaire aurait *in fine* pour résultat d'appauvrir inutilement les créanciers plus *junior* à moins qu'ils n'aient les moyens de pouvoir racheter la dette *senior*, comme le leur permettent en pratique les contrats de financement.

133. En définitive, dans les dossiers de financement structuré, il conviendrait d'autoriser l'ouverture de la procédure collective pour constater aussitôt que les associés n'étant plus les propriétaires résiduels, les titulaires de la *fulcrum security* peuvent organiser la cession de l'actif sur le marché. En effet, à l'inverse du schéma classique d'une société opérationnelle en difficulté, les chances que le redressement de la société crée un surcroît de valeur suffisant pour inciter les créanciers à conserver l'actif sont assez faibles (sauf en cas de crise générale du secteur, le marché étant alors insusceptible de conduire à une « juste » valorisation des actifs). Là, réside la différence essentielle entre les dossiers de restructuration relatifs aux sociétés *holding* de sociétés opérationnelles et ceux concernant des véhicules *ad hoc* créés pour le seul financement d'un actif.

134. La neutralisation du pacte commissaire du fait de l'ouverture d'une procédure collective n'est bien entendu possible que si cette dernière assure aux créanciers un niveau de protection suffisant pour faire respecter l'efficacité de leurs sûretés réelles. Non seulement les créanciers devraient toujours avoir le droit de ne pas être moins bien traités en procédure de redressement qu'en situation de liquidation immédiate, mais ils devraient, au-delà, pouvoir exiger que le débiteur les dédommage en cas de dépréciation de la valeur des actifs grevés au cours de la procédure collective, sur le modèle du principe d'*adequate protection* américain<sup>96</sup>. Ces principes ne seraient pas contraires, comme nous l'avons vu, à l'objectif légal du maintien de l'entreprise, dès lors que les difficultés de l'entreprise auront été anticipées.

135. Le droit français n'est certainement pas seul à sortir affaibli d'un passage au scanner des théories économiques.

95 R. Dammann et M. Robinet, « *La sauvegarde, un outil pour protéger les associés du débiteur ?* », *Bull. Joly Sociétés*, décembre 2009, numéro 12, p. 1116.

96 V. B. Adler, D. Baird et T. Jackson « *Bankruptcy, Cases, Problems, and Materials* », Fourth Edition, Foundation Press p. 411.

De manière générale, et autant que l'on puisse en juger, les droits européens apparaissent guère efficaces sur ces questions, les destructions de valeur résultant de la cession d'actifs demeurant pour le moins significatives. Les procédures collectives ont souvent pour défaut commun de déboucher sur des cessions d'actifs à des valeurs dépréciées, surtout dans un contexte de crise généralisée. Le risque de repreneur *outsider* sous-valorisant l'entreprise est alors très grand, comme celui de l'enracinement de l'équipe dirigeante existante assuré par un effet de collusion<sup>97</sup>.

136. Les réformes proposées produiraient, en outre, si elles étaient suivies, un impact dont la portée excéderait la seule l'amélioration des conditions de restructuration des sociétés en difficulté.

### III. L'impact général escompté des réformes suggérées sur l'accès au financement des sociétés

137. Le niveau du crédit accordé à un emprunteur dépend principalement de la qualité de crédit dudit emprunteur. L'analyse macro-économique souligne toutefois que des considérations générales liées notamment à la protection juridique des créanciers garantis, à l'efficacité du système judiciaire voire la perception qu'en ont les acteurs économiques, peuvent également constituer des facteurs déterminants.

138. En pratique, les acteurs du financement réagissent et s'adaptent aux contraintes résultant du droit des entreprises en difficultés. Le fait de pouvoir facilement exercer une sûreté incite à y recourir et réduit mécaniquement le coût du crédit (les banques n'ont pas besoin d'engager les frais nécessaires à l'étude de la faisabilité du projet de l'entreprise<sup>98</sup>). Placées dans un environnement juridique défavorable, les banques seront, par exemple, tentées de procéder à une mutualisation du risque de défaut de paiement, élément, comme indiqué, défavorable aux renégociations.

139. Une plus grande attention portée au respect de l'ordre de priorité permettrait ainsi l'émergence de pratiques, tels les prêts soumis au régime du privilège de procédure (1.), le

97 De nombreuses critiques s'élèvent par exemple au Royaume Uni face à l'augmentation du phénomène de « *pre-packs sales* ». Ce sont des liquidations-cessions, décidées en amont de la procédure collective, par les seuls créanciers *senior* titulaires de sûretés. Sous prétexte d'éviter que l'entreprise ne souffre de la stigmatisation provoquée par la procédure collective, en réduisant au maximum la durée pendant laquelle la procédure collective est ouverte, les créanciers titulaires de sûretés s'entendent avec les dirigeants du débiteur pour provoquer la cession accélérée des actifs de l'entreprise. Généralement réalisées au profit des dirigeants de l'entreprise, ces ventes ont pour effet d'exclure les actionnaires et les créanciers non privilégiés, qui ne peuvent alors exercer leurs droits que sur une société vide. V. C. Twain, « *Mind the pre-pack* », *The Lawyer*, 3 juill. 2006. Les *pre-pack sales* sont comparables aux cessions accélérées d'actifs dans le cadre de la Section 363 du *Chapter 11*, qui posent des problèmes similaires. V. P. Povel et R. Singh, « *Sale-Backs in Bankruptcy* », *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 23, no. 2, October 2007.

98 Si l'établissement bancaire sait qu'il peut compter sur une sûreté de qualité, il pourra prêter en réduisant les frais qu'il doit engager pour vérifier la solvabilité de son débiteur. À cet égard, l'Etat a récemment mis en place un médiateur du crédit pour améliorer les conditions de financement des sociétés. Nul ne conteste son utilité, l'information produite par des tiers permettant d'augmenter le niveau général d'information. Mais l'opération aboutit finalement à faire supporter à la collectivité les coûts que refusent de prendre à leur charge les établissements bancaires, compte tenu du montant limité des prêts demandés (et donc de leur marge).

développement de la dette à haut rendement ou « *high yield* » (2.) ou du recours aux titres hybrides super subordonnés (3.).

### 1. L'amélioration de l'accès au financement des sociétés au cours de la procédure de sauvegarde

140. La justification économique de l'octroi de nouveaux financements en direction d'entreprises sous sauvegarde invite à l'amélioration des conditions du privilège de procédure prévu à l'article L. 622-17 du Code de commerce. Le rang de séniorité conféré au prêteur par la loi en de telles circonstances n'est à lui seul pas suffisant pour satisfaire aux exigences des prêteurs en termes de protection.

141. Pour l'investisseur, le prêt accordé à une société en procédure collective présente inévitablement un risque particulier contre lequel il souhaitera se protéger. Pour l'inciter à participer au financement d'une telle société, l'efficacité des garanties et de la procédure collective, plus qu'une rémunération élevée, constituera le plus sûr moyen d'y parvenir.

142. L'étude de la pratique du « *DIP Loan* » aux États-Unis (l'équivalent de notre privilège de « *new money* » en procédure de conciliation) est assez éclairante. Elle enseigne que la moitié environ des sociétés ayant ouvert une procédure de *Chapter 11* bénéficie d'un apport de trésorerie<sup>99</sup>. Outre un taux d'intérêt très élevé, les exigences du prêteur aux États-Unis se matérialisent typiquement de plusieurs façons :

- la maturité du prêt doit être très courte, variant de six à douze mois, avec l'idée que le *DIP loan* doit être remboursé par la société dès sa sortie de procédure collective : généralement, la société obtient un nouveau financement après avoir émergé de la procédure qui lui permet de rembourser le *DIP loan*. Dans les faits, le créancier s'assure, avant même que la société n'entre en procédure collective, qu'elle sera en mesure d'en sortir très rapidement, ce qui suppose qu'elle dispose déjà d'un plan de sortie (plan de cession ou « *pre-pack* ») ;
- l'obtention dans 92% des cas<sup>100</sup> de sûretés de rang primant les sûretés existant sur des actifs de valeur de la société ou de ses filiales, et l'assurance de pouvoir saisir, en cas de non-respect des *covenants*, les actifs grevés, sans avoir à obtenir l'autorisation du juge ;
- le contrôle très étroit par les *covenants*, notamment de l'utilisation de la trésorerie.

143. Il est légitime de penser que ces mesures, favorables au développement des marchés financiers, amèneraient de nouveaux acteurs à se positionner sur cette activité, avec des effets positifs en chaîne. Ainsi, aux États-Unis, la concurrence entre fonds alternatifs et établissements bancaires conduit à réduire le coût du financement, oblige les établissements bancaires prêteurs à accepter de prêter davantage à leurs débiteurs, de peur de voir un fonds alternatif prendre le contrôle de la société par ce mécanisme (autre forme du « *loan to own* »). C'est d'ailleurs de cette manière, comme de simples

99 K. Ayotte et E. Morrison, « *Credit Control and Conflict in Chapter 11* », Columbia University – Center for Law & Economics Research Paper no. 321.

100 Ibid.

créanciers, que le Trésor américain et le gouvernement canadien ont pris le contrôle des marques automobiles jugées viables de General Motors en vue de permettre le redressement d'une partie de l'activité du constructeur.

144. L'efficacité du dispositif dépend à l'évidence de la qualité de l'équilibre établi entre la nécessaire préférence attribuée au nouvel investisseur et le respect des intérêts des créanciers antérieurs. En France, le chemin à parcourir paraît encore long pour créer les conditions d'un marché du *DIP Loan* similaire<sup>101</sup>.

145. Parmi toutes les mesures envisagées, le respect de l'ordre de priorité constitue une condition essentielle de la prévisibilité de notre système juridique. Sa préservation permettrait, par ailleurs, d'envisager une meilleure diffusion de certains produits financiers (titres *high yield*, titres hybrides) participant également à l'amélioration des conditions d'accès au financement des sociétés.

## 2. Le développement du marché des émissions obligataires à haut rendement ou « high yield »

146. La recherche économique établit que la violation de l'ordre de priorité affecte la décision des émetteurs de lever du capital. Les sociétés qui émettent de la dette à un certain degré de séniorité ont tendance à continuer à émettre de la dette à un même niveau pour éviter le coût des conflits en procédure collective<sup>102</sup>. À défaut, elles sont obligées d'émettre de la dette en ayant recours à des véhicules *ad hoc*, créés pour les besoins du financement.

147. Ceci ressort clairement de l'analyse de la structuration des financements à haut rendement ou *high yield*, mis en place pour des emprunteurs qui, ne pouvant obtenir une notation « *investment grade* », ne peuvent faire appel au marché bancaire. Le marché obligataire à haut rendement regroupe des sociétés aux profils variés : en particulier, les grandes sociétés *corporate* dont la notation s'est dégradée à la suite de difficultés financières (les « *fallen angels* »), ou les sociétés qui, sans éprouver de difficultés opérationnelles, connaissent d'importants besoins de refinancement, notamment à la suite de montages LBO.

148. Pour éviter que les porteurs de dette *high yield* n'entrent en conflit avec les créanciers *senior*, la pratique européenne du *high yield* conduit à recourir la plupart du temps à la technique de la subordination structurelle : la dette *high yield* est émise via un véhicule d'investissement *ad hoc* (la « société *Holdco* »), située au-dessus de la société opérationnelle (la société « *Opco* »). La société *Holdco* lève de la dette sur les marchés et investit en actions dans la société *Opco*. Par conséquent, les prêteurs *high yield* sont au mieux dans l'ordre des priorités situés au dernier rang (celui des actionnaires) par rapport aux créanciers de la société *Opco*. En cas de défaut de paiement des sociétés opérationnelles, les porteurs de titres ont peu d'espoir de remboursement, ne serait-ce que partiel. Non seulement les nantisements qu'ils pourraient obtenir

101 Même si le droit français parvenait à se réformer, il faudrait espérer que la profondeur du marché français soit suffisante pour permettre aux établissements bancaires de syndiquer ce type de prêts sur le modèle américain. La question d'une réforme au plan européen est ainsi posée.

102 A. Bris, S. A. Ravid et R. Sverdlow, « *The Effect of APR Violations on the seniority and timing of debt issuance* », February 2008.

sur les instruments financiers des sociétés opérationnelles ne seraient que de peu d'utilité, compte tenu de leur rang (à supposer que les associés de la société *HolCo* ne fassent pas obstacle à ce que les prêteurs *high yield* récupèrent la propriété des titres nantis de la société *Opco*, en plaçant la *HoldCo* en procédure de sauvegarde), mais encore, les règles relatives à l'assistance financière conduisent à limiter leur capacité à obtenir des garanties auprès de sociétés affiliées du groupe financé<sup>103</sup>.

149. Ces difficultés juridiques sont surmontables lorsque les émissions sont réalisées dans un contexte favorable, comme à l'heure actuelle, compte tenu de la difficulté d'accès des sociétés au financement bancaire. À cet égard, les professionnels anticipent cette année une amélioration significative des conditions de marché sur ce secteur en Europe, même si le montant global des émissions à haut rendement devrait rester peu élevé par rapport aux émissions réalisées aux États-Unis<sup>104</sup>. Même en France, le marché obligataire à haut rendement attire des investisseurs plus ou moins conscients des risques liés à la structure de financement.

150. L'impact de notre droit des procédures collectives sur le développement du marché *high yield* ne devrait cependant pas être sous-estimé. Il engendre des frottements juridiques, qui emportent deux effets principaux. D'une part, les émetteurs sont obligés de payer une prime par rapport à leurs concurrents étrangers pour attirer les investisseurs et sont donc désavantagés par un coût de financement plus élevé. D'autre part, les établissements présentateurs sont obligés de procéder à une sélection très approfondie des candidats potentiels afin d'éviter la sanction du marché, le « *push back* » des investisseurs qui refuseraient d'investir en raison de l'insuffisante qualité du dossier du candidat. Même sur le marché *high yield*, la perspective du défaut de paiement doit rester éloignée compte tenu de l'impossibilité de la procédure collective à organiser l'apurement du passif d'une manière suffisamment efficiente. Pour cette raison, les sociétés de plus petite taille au profil pourtant prometteur ont très peu de chance d'avoir accès au marché obligataire *high yield* en France, contrairement aux États-Unis. Notre droit apparaît en définitive comme un frein au développement d'un marché obligataire à destination des moyennes entreprises, pourtant appelé de ses vœux par le gouvernement français.

151. Les titres hybrides fournissent une autre illustration d'une innovation financière dont la diffusion risque de souffrir d'un droit des procédures collectives sous-optimal.

## 3. Le développement des titres hybrides super-subordonnés

152. Comme leur nom l'indique, les titres « hybrides » présentent des propriétés qui les font apparaître comme un croisement de dette et de capital. Leur apparition aux États-Unis remonte à l'année 1993. À l'origine, l'émission de ces instruments hybrides était principalement le fait d'établissements

103 À cet égard, le Royaume-Uni, en abrogeant les règles relatives à l'assistance financière pour les sociétés non cotées (comme le permet la directive communautaire du 6 septembre 2006 relative au capital social), a relancé le débat sur la légitimité de la réglementation au regard de l'objectif de préservation de l'intérêt des entreprises.

104 L'année dernière, le marché obligataire à haut rendement représentait 33 milliards d'euros en Europe, contre 160 milliards aux États-Unis (Source JP Morgan).

bancaires et employés dans une optique de satisfaction de leurs contraintes de fonds propres. La période récente a cependant témoigné de leur développement hors du cadre bancaire et, depuis 2005 en particulier, l'on observe un véritable essor des émissions de titres hybrides réalisées sur le marché américain par les émetteurs *corporate*.

153. En fonction de leurs caractéristiques particulières, les agences de notation<sup>105</sup> traitent un pourcentage de leur valeur comme des fonds propres, le reste comme de la dette. À cette fin, trois critères essentiels sont retenus pour que des titres financiers puissent prétendre au qualificatif d'hybride :

(1) la maturité : les titres doivent avoir une maturité perpétuelle, ou simplement longue si le remboursement s'effectue par une émission de titres plus *junior* (des actions, des actions de préférence ou des ORA) ou de titres de rang équivalent ;

(2) le remboursement : la société émettrice doit être en mesure de différer le paiement des intérêts pendant une période minimale de dix ans, voire pour une durée illimitée ;

(3) le rang de subordination : le titre hybride doit être le titre de dette le plus *junior* qui soit (tout en restant de la dette pour permettre la déductibilité fiscale).

154. Le développement des titres hybrides est perçu comme un réel progrès pour les émetteurs *corporate*<sup>106</sup>, dans une démarche d'optimisation de leur structure de financement. D'une part, le recours à ces titres de quasi-fonds propres permet à une société ayant épuisé sa capacité d'endettement auprès des établissements bancaires, comme des marchés obligataires classiques, de financer plus facilement de nouveaux projets d'investissement, tout en évitant la dilution de ses actionnaires et en allégeant sa charge fiscale. D'autre part, un émetteur peut, par ce biais, réduire son risque de défaut et améliorer sa notation tout en poursuivant ses investissements. Le développement récent du marché américain des titres hybrides a ainsi permis de contribuer activement au financement des établissements bancaires et, dans une moindre mesure toutefois, des émetteurs *corporate*<sup>107</sup>.

155. En l'état actuel du droit, la procédure collective risque d'affecter négativement le sort des titres émis en France. L'imprévisibilité du traitement en procédure collective des ordres de priorité pourrait empêcher d'affecter auxdits titres la notation qui leur reviendrait naturellement en présence d'un droit plus respectueux des rangs de subordination<sup>108</sup>. L'affaire Technicolor démontre, par exemple, que les TSS n'absorbent pas véritablement les pertes en situation de redressement judiciaire et que peuvent s'opérer de nombreux

105 L'avis qu'émet une agence de notation sur un produit hybride est crucial pour l'émetteur, car il influence directement sa notation *senior* future, mais aussi pour les investisseurs, car les notes accordées par les agences de notation déterminent quels investisseurs pourront acheter ce titre. Les agences de notation ont donc été amenées à se prononcer sur toutes les innovations contenues dans les produits hybrides, pour savoir si celles-ci renforçaient ou diminuaient le caractère hybride du titre.

106 Les établissements bancaires ont également intérêt à recourir à ces titres hybrides afin, notamment de diversifier leurs source de financement, d'éviter la dilution du capital ou d'alléger la charge fiscale résultant de la satisfaction de leurs ratios de fonds propres. Néanmoins, les titres hybrides émis par des établissements bancaires sont soumis à des contraintes réglementaires différentes.

107 « *The new wave of hybrids – rethinking the optimal capital structure* », *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 2007.

108 Même si, historiquement, le critère de subordination présente moins d'importance pour les agences de notation que les deux premiers.

compromis, synonymes de transferts de richesses, entre créanciers sur l'ordre de priorité avant le prononcé d'une liquidation judiciaire. De fait, Technicolor n'a pas pu réduire le montant nominal des TSS dans le cadre du plan de sauvegarde et a été conduite à verser aux porteurs de TSS un paiement en numéraire – si minime fut-il – au titre de leur créance d'intérêts<sup>109</sup>. Le paradoxe tient à ce que les créanciers *senior* de Technicolor se retrouvent aujourd'hui situés pour partie à un rang inférieur à celui des porteurs de TSS, dans la mesure où ils ont accepté de recevoir des actions en contrepartie de l'effacement partiel de la dette qu'ils détenaient sur Technicolor. On peut, à cet égard, se demander si l'analyse des TSS français par les agences de notation ne risque pas d'être négativement impactée par cette jurisprudence, même si les agences n'avaient pas établi, jusqu'à présent, une distinction entre la liquidation judiciaire et le redressement judiciaire (le *Chapter* 11 préservant les rangs des créanciers dans tous les cas). Il est à craindre en tous cas que ces difficultés ne viennent diminuer sérieusement l'attrait des TSS sur le marché financier *corporate* français. Pire, les émetteurs pourraient refuser, le cas échéant à la demande légitime de leurs créanciers *senior*, d'émettre des titres au même niveau que la dette *senior* afin d'éviter le risque de blocage d'une restructuration.

156. *In fine*, les efforts du législateur pour adapter notre droit des sociétés à l'évolution de la pratique, qui s'emploie jour après jour à brouiller la frontière entre la dette et le capital, peuvent apparaître vains dès lors que l'ensemble doit passer à la « lessiveuse » de la procédure collective.

## Conclusion

157. Si l'on n'est pas disposé à se laisser entraîner dans le procès actuel en sorcellerie – ou pire, en idiotie<sup>110</sup> –, de l'analyse économique du droit, il paraît difficile d'en négliger les enseignements, surtout lorsqu'ils apparaissent tout à la fois concordants, vérifiés et pertinents. La concordance, d'abord, résulte du consensus qui tend à se dégager des études menées sur les équilibres et les objectifs dont l'établissement et la satisfaction devraient constituer la raison d'être et servir de guide constant au droit des procédures collectives. La vérification, ensuite, tient à la pénalisation financière à laquelle s'exposent pratiquement les systèmes nationaux s'écartant par trop, en tous cas dans la perception des marchés, des standards d'un droit économiquement efficient. Quelques affaires médiatisées suffisent, à cet égard, à altérer durablement l'image d'une place économique et financière, comme la dernière actualité française l'a malheureusement démontré. Dans une économie globalisée, toute déviation significative par rapport aux meilleurs standards juridiques, si elle n'est pas comprise, se paie désormais dans les négociations avec les acteurs du financement des entreprises. La pertinence, enfin, réside dans l'adéquation du recours à une telle analyse économique en la matière. Le droit des procédures collectives ne s'assigne-t-il pas précisément des objectifs d'ordre essentiellement économique, lorsqu'il se propose de sauvegarder les entreprises, d'apurer le passif et de maintenir l'emploi ? Sa crédibilité se joue en conséquence sur sa capacité à passer

109 Les porteurs de TSS de Technicolor ont obtenu le droit de percevoir un montant de 25 millions d'intérêts au titre de la créance d'intérêts.

110 V. A. Bernard, « *Law and Economics, une science idiote ?* », *D. 2008*, numéro 40, *Chron.*, p. 2806.

avec succès l'épreuve d'un examen en efficacité économique, auquel il ne saurait se dérober. Sur lui, pèse la charge de la preuve...

158. Le propos n'est pas d'appeler au Grand soir du droit des procédures collectives. Le droit actuel a ses mérites, récemment rehaussés par la mise en valeur de l'impératif de prévention des difficultés des entreprises. Il possède également son rythme de vie propre, et ses contraintes extra-juridiques. Il est probable qu'il continuera d'évoluer de manière incrémentielle, et probablement dans une bonne direction, comme en témoignent les travaux en cours. L'on est conscient, par ailleurs, des conditions auxquelles serait subordonnée la reconfiguration de ce droit sur un modèle d'analyse économique, tel que présenté ici. Celle-ci supposerait, au-delà d'une consécration d'un droit à deux vitesses, distinguant des autres les entreprises faisant appel aux marchés, selon un mode qui tend à se généraliser en notre droit, une évolution significative des comportements et surtout un effort significatif de formation de tous les acteurs concernés, en particulier des personnels de l'appareil consulaire, sans lequel toute réforme textuelle, si louable soit-elle, demeurerait parfaitement inefficace. L'on ne ferait sans doute pas l'économie, dans cette perspective, d'une redistribution du contentieux des procédures collectives intéressant les grandes entreprises, pour le placer entre les mains d'auxiliaires de justice et de juges spécialisés, réunis au sein d'un nombre très réduit de tribunaux de commerce. De même, dès lors que la titularité de certaines créances renfermerait un droit de contrôle social potentiel, exerçable dans le cadre d'une procédure collective, le législateur et le régulateur financier devraient certainement s'employer à instituer une transparence minimale des négociations sur le marché de ces dettes.

159. Cette contribution n'a en vérité d'autre ambition que d'inviter à une réflexion dont le développement en France se situe encore largement en-deçà des besoins. Elle n'aura pas été vaine si elle facilitait une meilleure appréhension d'ensemble des enjeux du droit des procédures collectives et convainquait de la nécessité d'intégrer l'impact produit *ex ante* par ses solutions, dans le cadre notamment de la négociation des contrats de financement, dans la mesure où celles-ci participent directement à la définition du risque du créancier, dont l'anticipation est essentielle à la viabilité de certains types de financement et de marchés auxquels l'entreprise devrait pouvoir accéder au moindre coût. Comment ne pas penser, par exemple, qu'une telle internalisation des effets « invisibles » du droit des procédures collectives est indispensable au succès des projets gouvernementaux actuels consistant à attirer les investisseurs étrangers sur la place de Paris, à relocaliser certains montages financiers, à développer le recours aux titres hybrides ou faciliter l'accès des PME au marché obligataire ? Le débat est en tous cas lancé, qui deviendra de moins en moins facilement occultable, en France comme en Europe, appelée sans doute à reprendre un jour la main. La perche est tendue à tous ceux qui voudront bien la saisir...