
Recueil d'articles et d'interviews
SCP Abitbol & Rousselet

ABITBOL &
ADMINISTRATEURS JUDICIAIRES
ROUSSELET

La résistance des entreprises françaises face aux crises actuelles

Option Droit & Affaires

13 mars 2023

**La lettre de cette
semaine**

N° 622 du 15/03/2023

Option
DROIT & AFFAIRES



 Connexion

S'ABONNER

La lettre Option Droit & Affaires

Classements

Dossiers

Entreprise & expertise

Répertoire des conseils

Rencontres d'experts



Publié le 13 mars 2023 à 10h00

L'année 2022 a été marquée par la progression importante d'entreprises en difficulté avec 37 468 procédures collectives ouvertes, en hausse de 52 % sur un an, selon le dernier bilan national des entreprises élaboré par le Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce et l'institut Xerfi. Reste que ce nombre est inférieur de 17 % aux niveaux de 2019, pré-pandémie. Afin de mieux comprendre les ressorts de cette situation, dresser une photographie générale et des perspectives à venir, neuf experts – avocats, institutionnel, administrateur judiciaire, greffier et auditeur financier – débattent du financement des entreprises en difficulté et des nouveaux outils mis à disposition des praticiens.

SOMMAIRE



Analyse du contexte en présence et tendances observées en 2022

Quels sont les enjeux en matière de financement des entreprises en difficulté ?

Comment les acteurs se sont-ils appropriés les outils mis à leur disposition ?

Quid d'une directive européenne Insolvency III ?

Quelles sont les perspectives pour 2023 ?

De gauche à droite en haut :

- Pierre-Olivier Chotard, secrétaire général du Comité Interministériel de restructuration industrielle (CIRI)
- Guilhem Brémond, avocat associé, Paul Hastings
- Guillaume Cornu, associé, EY
- Victor Geneste, vice-président du conseil national des greffiers des tribunaux de commerce
- Timothée Gagnepain, avocat associé McDermott Will & Emery

De gauche à droite en bas :

- Philippe Druon, avocat associé Hogan Lovells
- Joanna Gumpelson, avocat associé De Pardieu Brocas Maffei
- Joanna Rousselet, administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet
- Laurent Jourdan, avocat associé, Racine

Analyse du contexte en présence et tendances observées en 2022

Pierre-Olivier Chotard, secrétaire général du Comité Interministériel de restructuration industrielle (CIRI) : Depuis quatre mois, date à laquelle j'ai rejoint le CIRI, je constate que les entreprises ont su résister. On observe deux grandes tendances sur le deuxième semestre 2022 : la première est le retour d'entreprises de secteurs saisissant traditionnellement le CIRI (industrie, retail), quand la période de la pandémie avait fait davantage nous contacter des acteurs de l'hôtellerie, des

transports et du tourisme. La deuxième est l'impact du prix de l'énergie et les difficultés qui en résultent pour certaines entreprises pour lesquelles nous avons su trouver des solutions, aidés en cela par la conjoncture plutôt favorable de la fin de l'année notamment grâce aux aides en présence et au relâchement du prix de l'énergie.

Joanna Rousselet, administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet : De mon côté, les chiffres dont je dispose dénombrent 40 000 procédures collectives. Avant la Covid, en 2019, le chiffre était de 52 000. On avait prédit une série de faillites en 2022, cela n'a pas été le cas. Les résultats ne sont pas trop alarmants même s'il y a bien sûr des secteurs très touchés notamment à cause de l'explosion des coûts de l'énergie et de l'érosion des marges. Nous revenons lentement aux chiffres connus avant la pandémie. Les procédures amiables, elles, ont augmenté. On en dénombre 7 200 en 2022, ce qui représente une vraie tendance de fond, qui je pense, va se confirmer à l'avenir.

Victor Geneste, vice-président du Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce : Selon notre observatoire statistique, 37 500 procédures collectives ont été enregistrées à la fin décembre 2022, chiffre inférieur à 2019 et 2018 mais en nette progression par rapport à 2021, ce qui représente un renversement de tendances. On doit croiser cet élément avec trois autres indicateurs, celui de la baisse de 6,2 % de la création d'entreprise (à 573 000), l'augmentation de 11,6 % des radiations (à 346 000) et une phase intermédiaire sur les procédures collectives comme évoqué. Nous allons revenir, je pense, aux chiffres passés avec une augmentation des procédures amiables comme cela a été dit précédemment, 2023 sera donc une année de transition. Je rebondis sur ce qu'a indiqué Pierre-Olivier Chotard, concernant le secteur hôtellerie/restauration qui est assez représenté actuellement en matière de défaillances d'entreprises dans les greffes.

Guilhem Brémond, avocat associé, Paul Hastings : Il convient de regarder les chiffres en lien avec la taille des entreprises, 83 % des entreprises concernées sont des TPE de moins de 10 salariés, elles ont par essence une réactivité plus importante. Les entreprises de plus grande taille vont être concernées dans les prochains mois, même si je ne crois pas à une vague insurmontable de défaillances. La prévention démontre son succès ce qui n'empêchera pas structurellement d'avoir recours aussi à des procédures collectives (sauvegarde et redressement judiciaire) Nous avons besoin des deux systèmes qui se complètent, d'une part pour maintenir à flot les entreprises qui ont besoin de soutien et d'autre part pour assister les entreprises qui disparaissent.

Philippe Druon, avocat associé Hogan Lovells : Si l'on n'a pas affaire à un tsunami comme le disait Guilhem, il est nécessaire aussi de regarder les chiffres en fonction des secteurs d'activité. Certains sont massivement impactés tels que la distribution, la tech, l'automobile, du fait du passage nécessaire du thermique à l'électrique, l'aérien, qui n'a pas encore retrouvé son rythme pré-Covid. Il faudra aussi prendre en compte le potentiel impact de l'inflation observée depuis plusieurs mois.

Timothée Gagnepain, avocat associé McDermott Will & Emery : Je pense que l'on a différé dans le temps les problèmes de la crise sanitaire. Les prêts garantis par l'emploi (PGE) ont rassuré certaines entreprises qui y ont souscrit sans en avoir réellement besoin et l'ont déjà remboursé. Les autres vont devoir le faire dans un contexte incertain, avec un important poids de dette limitant leur accès à de nouveaux financements au détriment d'investissements nécessaires qu'elles ne pourront pas réaliser. On verra donc les conséquences de la période Covid dans les années à venir. Il faut donc se donner trois ans à mon sens pour voir quelles seront les entreprises qui pourront rembourser les PGE jusqu'à leur terme, d'autant que dans certains cas ces derniers se sont substitués aux facilités de caisse et autres courts termes que les banques refusent de renouveler.

Philippe Druon : C'est effectivement un point à souligner car on constate aujourd'hui un mouvement de retrait des banques qui souhaitent réduire leur exposition de façon générale.

Joanna Gumpelson, avocat associé De Pardieu Brocas Maffei : Je suis, quant à moi, plus pessimiste sur la situation pour des raisons liées notamment aux changements sociétaux (le télétravail a, par exemple, eu un fort impact sur des secteurs comme la restauration et l'habillement) mais aussi en raison de la volatilité des prix de l'énergie. En ce qui concerne plus particulièrement les PGE, si l'on se réfère à la crise de 2012, marquée par un endettement massif, l'intervention de fonds de dette alternatifs sur le marché secondaire avait été un élément majeur, non seulement pour permettre l'apport d'argent frais mais également en vue d'un désendettement massif par la conversion de dettes en capital. Or, les PGE ne sont aujourd'hui pas cessibles, même avec une décote sur le marché secondaire, car les banques perdent la garantie de l'Etat en cas de cession à un tiers. Dès lors, à défaut de conversion de dettes en capital ou d'abandon de créances, il faudra s'attendre à des procédures collectives avec plans de cessions pour se délester de la dette. Sauf exception, la donne a ainsi changé et les recettes appliquées lors des précédentes crises ne peuvent plus l'être.

«On observe deux grandes tendances sur le deuxième semestre 2022 : la première est le retour d'entreprises de secteurs saisissant traditionnellement le CIRI (industrie, retail), la deuxième est l'impact du prix de l'énergie et les difficultés qui en résultent. »



Pierre-Olivier Chotard
Secrétaire général, CIRI

Laurent Jourdan, avocat associé, Racine : Même si l'on a pu observer des sinistres majeurs récemment tels que Camaïeu, Geoxia, Place du Marché, San Marina et d'autres, on constate que la plus grande partie des procédures, 83 % exactement, concerne des entreprises de moins de 10 salariés. En outre, il y a nécessairement un effet rattrapage. Les entreprises en difficulté avant la crise Covid ont été mises sous anesthésie mais les difficultés ont perduré. Celles qui avaient déjà des business models obsolètes sans avoir les moyens de se réinventer viennent donc logiquement aujourd'hui en procédure de traitement des difficultés. On peut regretter le fait que les dirigeants aient des réticences à mettre en œuvre des procédures de prévention. Nous sommes en effet passés de 6 000 à 7 000, ce qui est bien mais demeure encore faible. S'agissant des PGE, il faut également relativiser, on rappellera que près de 45 milliards d'euros ont été remboursés sur 143 milliards d'euros et que 80 % des PGE restants sont remboursés selon l'échéancier initial.

Guillaume Cornu, associé, EY : Je tiens à rappeler un point important. En 2020, nous nous sommes tous trompés. La vague de faillites que nous anticipions n'a jamais eu lieu, grâce au « quoi qu'il en coûte. » Et c'est heureux. Avec un peu de recul aujourd'hui, on constate que depuis la sortie de crise sanitaire l'activité économique et en particulier celle des entreprises a plutôt été dynamique et ce, dans la plupart des secteurs. D'une part, les entreprises ont su tirer parti de la crise sanitaire pour se réorganiser, se restructurer et préserver leur cash. D'autre part, l'afflux de liquidités sur le marché a permis de soutenir le M&A, que ce soit pour les grands comptes ou le private equity. Concernant les défaillances d'entreprises, l'étude annuelle que EY et AU

Groupe viennent de publier sur ce thème confirme ce qui a été dit précédemment : après avoir atteint un plancher inédit en 2021, avec 27 591 défaillances enregistrées, l'exercice 2022 semble se normaliser avec 41 020 défaillances. Autre enseignement, en 2022, ce sont surtout les TPE qui ont été concernées par les difficultés. Selon le chef économiste d'Allianz Trade, nous devrions observer une nouvelle hausse des défaillances en 2023. Celles-ci pourraient s'élever à 59 000 environ si aucune nouvelle mesure gouvernementale ne vient protéger les entreprises les plus fragiles. Parallèlement, nous constatons une augmentation des dossiers de restructuration dans le cadre de procédures de prévention, notamment dans les secteurs les plus impactés, à savoir l'industrie, l'agroalimentaire et la distribution, en particulier le textile et la tech. Nous observons également une progression des dossiers de Distressed M&A tant au sein de groupes familiaux que de grands comptes qui analysent les différents scénarios de retournement de certaines de leurs filiales ou d'activités déficitaires afin de déterminer la stratégie à mettre en place. Une stratégie qui passe bien souvent par une cession. Enfin, l'impact des taux d'intérêt sur le private equity continue d'interroger.

«Nous observons une augmentation des dossiers de Distressed M&A tant au sein de groupes familiaux que de grands comptes qui analysent les différents scénarios. »



Guillaume Cornu
Associé, EY

Quels sont les enjeux en matière de financement des entreprises en difficulté ?

Philippe Druon : Le PGE a été un très bon mécanisme pour préserver l'économie française mais le fait que ces dettes bénéficient de la garantie de l'Etat et souvent du privilège de new money sclérose le marché de la dette. En effet, les PGE ne sont pas cessibles en l'état et le new money de l'article 611-11 est sanctuarisé dans le cadre d'une procédure collective.

Joanna Gumpelson : Il faut trouver des mécanismes pour traiter cette difficulté et permettre des solutions alternatives de financement lorsque les banques commerciales ne peuvent les fournir au regard de leurs propres contraintes. Convertir les créances en capital ? Faciliter l'intervention de nouveaux entrants ? D'autres solutions à imaginer ?

Guilhem Brémond : Les banques ont en effet substantiellement transféré leur risque sur les PGE, elles sont effectivement aujourd'hui influencées par cela et si elles ne changent pas leur approche elles vont avoir du mal à exister à l'avenir. Les discussions avec les banques sont actuellement très difficiles, ce qui n'était pas le cas par le passé, car elles sont surprotégées et pas prêtes à prendre des risques.

Joanna Rousselet : Les réaménagements de PGE dans le cadre de procédures de conciliation, permis par l'arrêté du 8 juillet 2021, sont très efficaces et permettent indéniablement d'éviter un nombre significatif de procédures collectives. Il existe néanmoins deux difficultés rencontrées par les sociétés qui souhaitent réaménager les échéances de remboursement de leurs PGE, dont les banques ne sont évidemment pas responsables : la hausse des taux d'intérêt et le signalement à la Banque de France. Sur la hausse des taux d'intérêt, les banques appliquent leur taux de

refinancement, qui a beaucoup augmenté et diffère d'ailleurs en fonction des établissements, sans prendre de marge. Il est néanmoins un fait que le coût du réaménagement peut être très significatif pour les sociétés qui en ont besoin, avec des taux proches de 5 % en ce moment. Sur le deuxième point, il serait à mon sens vraiment nécessaire de légiférer, d'une façon ou d'une autre, sur le fait qu'un réaménagement d'échéances de PGE en application de l'arrêté du 8 juillet 2021 ne doit pas conduire à des décotes Banque de France et que les banques n'ont donc pas d'obligation de signalement, car ne pas être en mesure de rembourser en quatre ans l'équivalent de 25 % de son chiffre d'affaires n'est pas nécessairement un signe de mauvaise santé financière et de non-performance. Par ailleurs, pour assurer un traitement le plus efficient possible de nos procédures de prévention, il me semblerait nécessaire de travailler à l'établissement d'une charte des bonnes pratiques pour les sociétés débitrices et pour les établissements bancaires. La réalisation d'un IBR (independent business review) au-delà d'une certaine taille de société et d'encours et l'octroi automatique d'un standstill dans le cadre d'une procédure de conciliation au moins pour deux mois, le temps au moins qu'un diagnostic complet puisse être établi, sont des exemples de ce qui me semblerait nécessaire de cranter dans nos pratiques.

«A défaut de conversion de dettes en capital ou d'abandon de créances, il faudra s'attendre à des procédures collectives avec plans de cessions pour se délester de la dette. »



Joanna Gumpelson

Avocat associé, De Pardieu Brocas Maffei

Laurent Jourdan : Je confirme que le sujet des standstills devient très compliqué car les banques, du fait de leur réticence à les accorder, continuent à prélever les échéances. Pour définition, l'ouverture de procédure de prévention intervient alors que la trésorerie est tendue, les prélèvements obérant donc substantiellement la trésorerie disponible des entreprises. L'inverse de ce que l'on cherche. Il y avait avant cette période des accords de place qui permettaient de considérer qu'à la désignation du mandataire ou du conciliateur la suspension des échéances était systématique. Ceci nuit donc gravement à la prévention.

Guillaume Cornu : Je pense que nous sommes dans une période transitoire, où les banques traitent de nombreux dossiers plutôt de petite taille, notamment de restructuration de PGE. Depuis plusieurs semaines, nous constatons une augmentation de la taille des dossiers. Il faut être conscient que le volet réglementaire est assez compliqué pour les banques, ce qui les oblige à faire certains arbitrages et à sortir parfois de certains secteurs. Concernant les financements, notamment en matière de transactions, il y a un resserrement évident sur les gros deals, ce qui n'est pas encore le cas pour le midcap.

Pierre-Olivier Chotard : Je constate d'abord que la distribution du crédit reste excellente en France aujourd'hui. En outre, il n'est pas illogique que le crédit s'assèche dans le contexte inflationniste et de resserrement de la politique monétaire. Ceci étant dit, je constate également le fait que les banques ont été quelque peu anesthésiées à la prise de risque avec la mise en place des PGE. Dans les dossiers de restructuring, il en résulte la nécessité de travailler à faire accepter aux banques d'accroître leur prise de risque sur ces contreparties. Plusieurs réflexions sont en cours néanmoins pour parer aux problèmes rencontrés.

Laurent Jourdan : Oui mais on ne peut pas nier que cela reste très compliqué pour les PME et les ETI aujourd'hui d'avoir accès au crédit et au capital. Il y a des liquidités mais les études d'investissement ne vont que vers les entreprises qui ont un track record successful sur plusieurs exercices. Par ailleurs, on peut déplorer le trop faible nombre d'acteurs en France sur le retournement capables de soutenir durablement les entreprises en situation de retournement.

Philippe Druon : Si l'on regarde les bénéficiaires des banques actuellement, leur activité de distribution de crédit est de nouveau lucrative, de fait, il ne devrait donc pas être aussi difficile pour les TPE d'accéder au crédit. Cela permettrait de fluidifier le système.

Pierre-Olivier Chotard : Il convient de rappeler que les banques ont pris l'engagement de facturer les PGE à prix coûtant. Compte tenu des nouvelles conditions de marché, il n'est pas forcément anormal que les taux d'intérêt d'un PGE passent de 1 % il y a deux ans à 3 ou 4 % aujourd'hui lors d'une opération de restructuration qui induit un refinancement pour la banque, du fait du renchérissement des passifs bancaires. Le CIRI surveille néanmoins étroitement que ces hausses de taux soient dûment justifiées dans les dossiers qu'il traite.

Victor Geneste : Le PGE a été parfois, faute de contrôle, un outil pour des entreprises qui n'avaient pas accès au financement et qui auraient été à défaut en redressement ou liquidation. Certains même ont stoppé leurs procédures amiables pour se financer via le PGE sans restructuration, ce que l'on ne peut que regretter. Les tribunaux de commerce aujourd'hui ont souvent du mal à travailler avec les banques pour faire renégocier ses prêts garantis par l'Etat. Sous prétexte de sauver l'économie française, le PGE a été un appel d'air pour certaines entreprises et peut s'avérer être un cadeau empoisonné lorsqu'il a été utilisé sans une vision à long terme. L'avenir nous le dira.

« Sous prétexte de sauver l'économie française, le PGE a été un appel d'air pour certaines entreprises et peut s'avérer être un cadeau empoisonné lorsqu'il a été utilisé sans une vision à long terme. »



Victor Geneste

Vice-président, Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce

Joanna Rousselet : Le PGE a été un formidable outil créé en un temps record par le gouvernement et les banques ont largement joué le jeu pour leur octroi. Il faut désormais aller au bout de la logique et permettre son réaménagement quand c'est nécessaire, car il serait dommage d'avoir sauvé temporairement des entreprises avec des PGE et les contraindre à un dépôt de bilan deux ou trois ans après si les réaménagements nécessaires ne sont pas octroyés. Les banques jouent également le jeu dans les négociations de ces réaménagements dans le cadre de procédures de conciliation. Pour autant, et comme je l'ai dit, une charte des bonnes pratiques en procédures amiables pourrait utilement être établie. Ces procédures se multiplient, les interlocuteurs au sein des établissements bancaires augmentent aussi, et mettre par écrit les fondamentaux du bon déroulement d'une procédure de conciliation pour le débiteur et pour les établissements bancaires créanciers me semblerait très utile.

Guilhem Brémond : Aujourd'hui la réforme de la sauvegarde avec la création des classes définit à nouveau le rapport des forces. Du fait de leur non-exposition au risque en sauvegarde pour les PGE, les fiducies et les privilèges de new money, exclus des parties affectées, le levier est faible. Du coup, on avance au cas par cas, on a notre

propre jurisprudence. Dans ce nouveau rapport de force, si l'on maintient l'exclusion de toutes ces garanties, l'outil ne se révélera pas si puissant que cela.

Philippe Druon : Il faut remettre de la souplesse et rendre cessibles les créances des PGE. Cela me paraît indispensable.

Timothée Gagnepain : Il y a plusieurs sujets à prendre en compte. On observe de la part des banques un refus de remettre à disposition des lignes courts termes, auxquelles les PGE se sont substitués, et des demandes de réinjection d'equity dans des dossiers où personne n'a envie de le faire car il est difficile de pouvoir anticiper l'avenir. Dans le cas des LBO, la logique des fonds n'étant pas de réinvestir s'il n'y a pas de retour potentiel d'investissement, les PGE ont parfois été logés dans les holdings d'acquisition, permettant ainsi de rembourser des échéances de dettes senior. L'exposition des banques ainsi limitée, on risque d'assister à des scénarios de cessions d'actifs en plans de cession qui ne vont servir qu'à rembourser les PGE. Les banques étant nanties sur les titres, elles vont par ailleurs récupérer le prix de cession. L'Etat aura donc financé des PGE qui auront servi à « dérisquer » les banques, au détriment de l'entreprise. Sont par ailleurs à prendre en compte d'autres sujets comme la multiplication des normes réglementaires sur des sujets variés, de plus en plus contraignantes : pour n'en citer que quelques-unes les aides d'Etat, les sujets environnementaux notamment pour le secteur de l'hôtellerie et du tourisme. Il faut considérer tout ce qui évolue (boom de l'e-commerce, essor de l'économie collaborative, plus généralement changements des habitudes de consommation liés notamment à l'inflation, à la crise sanitaire, aux préoccupations éthiques environnementales, etc.) et qui fait que le monde a changé et que de fait, toutes les entreprises qui ne parviennent pas à se réinventer pour s'adapter à ce nouvel environnement ne pourront pas être sauvées, ce qu'il faut accepter.

Guillaume Cornu : Un certain nombre de fonds d'investissement dédiés aux « situations spéciales » comme des fonds de dettes, plutôt anglo-saxons, sont aujourd'hui à l'affût d'opportunités et s'intéressent beaucoup au marché français.

«Une charte des bonnes pratiques en procédures amiables pourrait utilement être établie. »



Joanna Rousselet
Administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet

Comment les acteurs se sont-ils appropriés les outils mis à leur disposition ?

Philippe Druon : A ce stade, chacun se fait sa propre idée du nouveau régime des procédures collectives et de son fonctionnement in concreto. Nous attendons les premières jurisprudences significatives pour avoir des convergences de vues et analyser comment fonctionne le système au plan pratique et non plus seulement théorique. La loi est très intéressante, elle modifie radicalement les rapports de force. L'outil, nous l'avons appréhendé au plan théorique mais nous ne le maîtrisons pas encore au plan pratique. Des questions cruciales se posent pour lesquelles nous n'avons pas encore de réponses.

Guilhem Brémont : Je vais vous donner un exemple. Aujourd'hui, pour apprécier les classes de créanciers, nous prenons les garanties extérieures ; ce qui est en soi choquant. Tant que c'est l'Etat qui est garant, nous sommes dans un contexte cadré.

Le jour où l'on aura des garanties extérieures privées, cela va nécessairement se compliquer. Il y a un sujet sur la constitution des classes dans la durée. En effet, aujourd'hui sur les quatre ou cinq plans de sauvegarde en présence publiés, il n'y en a pas deux où la logique de constitution de classes est la même.

Joanna Gumpelson : Dans la sauvegarde accélérée de Pierre et Vacances – Center Parcs, la décision a été prise par les administrateurs judiciaires de faire voter dans une classe séparée les créances au titre du PGE. En effet, a été pris en compte le fait qu'une banque garantie à 90 % par l'Etat n'est pas dans une situation identique à celle d'un créancier chirographaire classique. Néanmoins, on n'a pas aujourd'hui, à ma connaissance, de dossiers ayant fait l'objet d'un contentieux tranché sur la constitution des classes avec PGE, ni d'ailleurs sur un plan imposé par une classe aux autres classes de créanciers.

Philippe Druon : Il y a un dossier de référence que nous traitons en ce moment où de nombreuses questions techniques se posent et qui vont certainement nous donner des éléments pour avancer.

Joanna Gumpelson : Il y a eu, comme indiqué, la sauvegarde accélérée de Pierre et Vacances – Center Parcs, qui est un précédent de sauvegarde de société cotée sous le nouveau régime des classes de créanciers, mais oui, nous ne disposons pas encore de jurisprudence en matière de contentieux.

Timothée Gagnepain : Seule la pratique le permettra. Les praticiens du restructuring ont analysé les premiers exemples de mise en œuvre du mécanisme de classes de parties affectées (Pierre et Vacances, BCM Energy). L'analyse des systèmes américain et anglais qui connaissent déjà le mécanisme des classes de créanciers est de ce point de vue très intéressante. On va devoir probablement naviguer à vue pendant un moment. Les praticiens devront faire preuve de créativité et les juridictions prendre le relais.

«La directive du 20 juin 2019 a opéré un rééquilibrage des intérêts en présence en faveur des créanciers ; le projet de directive Insolvency III confirme cette tendance sans représenter une révolution, en tout cas en ce qui concerne le droit français.»



Timothée Gagnepain
Avocat associé, McDermott Will & Emery

Quid d'une directive européenne Insolvency III ?

Joanna Rousselet : La directive de septembre 2021 crée indéniablement un droit des entreprises en difficulté à deux vitesses : celui des dossiers « classiques » et celui des gros dossiers où la technicité financière est forte et où les rapports de force entre débiteur et créanciers ont été bouleversés. Avec la nouvelle directive à venir, il faut veiller à ne pas continuer, réforme après réforme, à rendre le droit des entreprises en difficulté trop technique, au risque de perdre en lisibilité pour un chef d'entreprise déjà en prise avec de nombreuses difficultés, en pragmatisme, en souplesse et en rapidité d'analyse et d'exécution. Notre droit des entreprises en difficulté doit continuer de

permettre de coller au terrain et à la réalité d'une entreprise en difficulté. Il faut également veiller à ne pas abîmer notre droit national des entreprises en difficulté, qui est très bon, à l'occasion des réformes européennes visant à homogénéiser les droits européens, et à ne pas cumuler les réformes, car dans la période qui s'annonce, il est clé pour nous tous de consolider nos bases et nos acquis et de pouvoir compter sur un droit et une pratique qui font leurs preuves.

Guilhem Brémont : Globalement nous sommes en présence d'une excellente réforme. Des entreprises ont déjà opté pour l'utilisation des classes. Il reste néanmoins une grosse incertitude sur la manière dont la réforme va être appréhendée par les différentes juridictions. La France doit se constituer une pratique et une jurisprudence. Aujourd'hui, nous avons un système très riche qui va nous permettre de réaliser beaucoup de choses.

Laurent Jourdan : Je me méfie de la nouvelle proposition de directive actuellement sur la table. Celle-ci tend à instaurer des règles minimales communes sur des sujets comme les nullités de la période suspecte, les prépacks cessions ou autre. Elle ne doit pas nous conduire à complexifier notre dispositif. Il doit rester lisible. Je suis particulièrement inquiet par exemple du retour annoncé des comités de créanciers alors même que l'on vient de les supprimer.

«Je me méfie de la nouvelle proposition de directive actuellement sur la table. Celle-ci tend à instaurer des règles minimales communes sur des sujets comme les nullités de la période suspecte, les prépacks cessions ou autre.»



Laurent Jourdan
Avocat associé, Racine

Guilhem Brémont : Cette réforme vient aborder des sujets pour lesquelles nous avons déjà des réponses, heureusement que les Etats membres ont une capacité à « faire le tri » et à se réappropriier certains aspects. Pour que les réformes soient efficaces, il faut que les professionnels puissent participer à la réflexion, le droit des entreprises en difficulté est un droit pratique avec des pratiques de place qui ont plus de valeur que la jurisprudence. Beaucoup de dossiers ne peuvent pas faire l'objet de recours, il est regrettable que le processus soit lancé à un mauvais moment.

Timothée Gagnepain : La directive du 20 juin 2019 a opéré un rééquilibrage des intérêts en présence en faveur des créanciers ; le projet de directive Insolvency III confirme cette tendance sans représenter une révolution, en tout cas en ce qui concerne le droit français. L'harmonisation du droit de l'insolvabilité au sein de l'Union européenne est une bonne chose mais de l'autre côté, le nombre et la succession des réformes du droit des entreprises en difficulté ne favorisent pas la simplicité d'approche et donc son attractivité. S'il va dans le sens d'une plus grande simplicité et efficacité, le nouveau projet de directive soulève tout de même plusieurs questions dans sa rédaction actuelle. Je pense notamment aux plateformes de cession des actifs au regard des enjeux sociaux (les salariés) et des nouvelles normes de confidentialité et de collecte et partage des données électroniques. On peut également discuter de la simplification à l'extrême de certaines procédures sans implication de mandataire de justice et qui laisse le chef d'entreprise affronter relativement seul l'épreuve que peut être la procédure collective. Si l'homme devrait

mettre autant d'ardeur à simplifier sa vie qu'il en met à la compliquer, est-ce pour autant toujours souhaitable ?

Joanna Gumpelson : On avait l'habitude avec la précédente loi de sauvegarde d'avoir des ajustements réguliers pour traiter certaines difficultés rencontrées par les praticiens comme s'agissant de la prise en compte des conventions de vote etc. Là, cette directive va réouvrir de nouveaux chantiers sur un champ déjà en friche. Il ne faut pas que notre droit pâtisse de cette réforme. Quand on doit expliquer comment fonctionne la nouvelle sauvegarde, on est nécessairement prudent en l'absence de jurisprudence établie et c'est compliqué pour un chef d'entreprise de prendre une décision éclairée compte tenu de la complexité du système et des incertitudes. C'est très difficile pour les conseils que nous sommes d'anticiper le déroulé d'une procédure compte tenu de la souplesse sur la constitution des classes. Les créanciers pari passu vont-ils recevoir le même traitement économique ? Prenons par exemple le cas des valeurs mobilières donnant accès au capital : la loi prévoit de traiter les titulaires de ces instruments comme des détenteurs de capital mais dans la répartition du plan de sauvegarde, ils sont généralement traités comme des créanciers... Est-il alors légitime de leur donner les protections accordées aux actionnaires, et si oui pour quelle valeur ? Voilà le type de question qui se pose.

«Globalement nous sommes en présence d'une excellente réforme. Des entreprises ont déjà opté pour l'utilisation des classes. Il reste néanmoins une grosse incertitude sur la manière dont la réforme va être appréhendée par les différentes juridictions. »



Guilhem Brémont
Avocat associé, Paul Hastings

Pierre-Olivier Chotard : Je suis d'accord avec le fait que, depuis 30 ans, nous souffrons d'une instabilité du droit et qu'il ne faut pas changer les règles sans avoir eu le recul nécessaire sur les effets de la dernière réforme, ceci sans préjudice de petites améliorations pragmatiques (« quick fix ») si des manques ou erreurs évidentes apparaissent. Cela étant dit, le projet de directive Insolvency III doit être pris pour ce qu'il est, à savoir une harmonisation d'autres pans du droit des procédures collectives et non une refonte de la directive de 2019. La poursuite de l'harmonisation permettra de favoriser une meilleure circulation des capitaux au sein de l'UE, et donc de favoriser le financement des entreprises en difficulté. Il faut donc aussi savoir regarder le texte de manière constructive, qui au demeurant vise à généraliser dans l'Union des principes solidement ancrés dans le droit français, par exemple en matière de période suspecte ou de prépack cession...

Quelles sont les perspectives pour 2023 ?

Philippe Druon : Je pense que l'année va être active notamment avec des dossiers de taille significative. Mon souhait est que le cadre juridique des procédures collectives puisse se stabiliser dans l'attente de la jurisprudence.

Guilhem Brémont : Effectivement, nous pouvons espérer qu'il n'y ait pas de tsunami de défaillances. Il est néanmoins à souligner que les entreprises ne sont pas habituées à gérer l'inflation et plus généralement notre économie n'est pas préparée au monde

dans lequel nous sommes, ce qui est un problème.

Laurent Jourdan : Oui, nous sommes dans un monde d'incertitudes, il est bien compliqué d'être chef d'entreprise par gros temps, mais notre boîte à outils est efficace.

Joanna Gumpelson : Notre rôle est d'être force de proposition. Nous avons un système qui dans l'ensemble fonctionne bien (banques, autres partenaires financiers, conseils, etc.) et des procédures de conciliation également. Pour revenir sur le sujet d'une potentielle charte, l'objet n'est pas de s'y référer pour régler les problèmes des entreprises, mais de disposer d'un cadre notamment au début des discussions, même si bien sûr la flexibilité est nécessaire.

Pierre-Olivier Chotard : J'envisage une année positive mais avec de nombreux défis. Je formule le vœu que les entreprises puissent continuer de bénéficier de toute l'aide que les différents acteurs pourront leur apporter, et le CIRI sera là pour jouer pleinement son office. Nous serons, je pense, confrontés à davantage de cas plus complexes, plus structurels, exigeant la construction de solutions plus durables.

Joanna Rousselet : Il faut de la solidarité et de la cohésion dans ce contexte d'ensemble, notre objectif commun devant être, sans faire prendre de risques nouveaux ou excessifs aux créanciers, de sauver nos entreprises mises en difficulté par cette succession de crises et de facteurs exogènes massifs.

Victor Geneste : Nous anticipons de notre côté la poursuite du mouvement et une augmentation de 50 % des procédures collectives, sans pouvoir cependant avoir une vision plus claire du retour à un cycle normal compte tenu notamment de la guerre en Ukraine. Il faut faire plus confiance aux professionnels du droit. Nul besoin de légiférer à outrance, nous sommes d'ores et déjà capables de restructurer efficacement.

Timothée Gagnepain : Après deux années en dents de scie, où les besoins en restructuration ont été relativement limités (mise en place des PGE, amend and extend), le marché va être animé par le fait que les entreprises font face à une crise de liquidité et de marge entraînant la multiplication des défaillances et restructurations dures. Les principales difficultés pour les entreprises seront le financement et la capacité à prévoir l'évolution du marché dans un contexte post-Covid (inflation, difficultés logistiques, réduction des marges, incertitudes liées à l'Ukraine).

Guillaume Cornu : Pour moi, en 2023, il faudrait tout d'abord espérer la fin de la guerre en Ukraine. Comme indiqué précédemment, au regard de la conjoncture actuelle et des incertitudes qu'elle entraîne, nous devrions assister à une nette accélération du nombre de dossiers de restructuration de taille plus importante ainsi qu'à une augmentation des défaillances d'entreprises. Bien que la prévention soit de plus en plus utilisée en France, il faut continuer de communiquer pour anticiper et traiter en amont les situations délicates. Nous avons un rôle collectif à jouer en la matière et il me semble que l'angle sectoriel peut constituer une bonne approche en matière d'anticipation et de prévention.

«Je pense que l'année va être active notamment avec des dossiers de taille significative. Mon souhait est que le cadre juridique des procédures collectives puisse se stabiliser dans l'attente de la jurisprudence. »



Philippe Druon
Avocat associé, Hogan Lovells

A lire également



RESTRUCTURING - L'AVOCATE DE L'ANNÉE

Céline Domenget-Morin, l'équilibriste

Vantée pour sa technicité et sa capacité d'analyse business comme pour son sens de l'écoute, Céline...

13/03/2023



RESTRUCTURING - CLASSEMENTS 2023

ABONNÉS **Le marché évite le « mur de faillites » mais pas la restructuration des PGE**

La crise de l'énergie et des matières premières, couplée à la hausse de l'inflation, mettent...

13/03/2023

Répertoire des conseils - Restructuring



ONDRA - CONSEIL RESTRUCTURING

Le restructuring est fondamentalement un conflit entre deux intérêts légitimes

Décideurs Magazine

9 mars 2023

F. Abitbol : "Le restructuring est fondamentalement un conflit entre deux intérêts légitimes" (/finance/54788-f-abitbol-le-restructuring-est-fondamentalement-un-conflit-entre-deux-interets-legitimes-2.html)

FINANCE (/FINANCE.HTML) · 9 MARS 2023

IMPRIMER



(/finance/54788-f-abitbol-le-restructuring-est-fondamentalement-un-conflit-entre-deux-interets-legitimes-2.html)

Président du Conseil national des administrateurs judiciaires et mandataires judiciaires (CNAJMJ), Frédéric Abitbol évolue dans le métier depuis plus vingt ans. Impliqué dans ses dossiers, il a une conception sociale de sa mission et une méthode immuable : poser un regard lucide sur des situations difficiles, dire les choses et respecter toutes les parties pour, in fine, les convaincre de faire les efforts nécessaires pour bâtir une solution permettant de sauver les entreprises et les emplois qu'elles portent.

Décideurs. Pourquoi ce métier, comment êtes-vous arrivé au Restructuring ? Quelles sont les qualités à avoir ?

Frédéric Abitbol. Tout simplement parce que le cours de procédures collectives qui m'a plu quand j'étais à la fac, et que le métier m'a paru intéressant. Surtout, j'avais envie d'avoir un métier qui ait du sens, et que je serais capable d'expliquer à mes enfants. Je peux aujourd'hui leur dire que le temps que je ne passe pas avec eux, je le passe à construire des solutions pour sauver des entreprises et des emplois.

Pour réussir dans cette optique, il faut fondamentalement aimer les gens, être extrêmement pragmatique et être digne de la confiance de tous. Car la confiance est la base de tout. Il faut aussi savoir regarder un dossier de manière différente. Par définition, lorsque nous sommes appelés, des personnes intelligentes se sont déjà penchées dessus et n'ont pas trouvé de solution.

L'empathie est également clé car elle permet de se mettre à la place de toutes les personnes concernées. Le restructuring est par nature un conflit entre deux intérêts qui sont tous les deux légitimes : le débiteur qui ne peut pas payer d'un côté, et ses créanciers qui lui ont fait confiance, et envers lesquels les engagements ne sont pas tenus. L'objectif est de chercher à concilier ces deux intérêts et de les transcender pour aboutir à une solution : sauver l'entreprise.

Quel a été le dossier le plus marquant de votre carrière ?

Les dossiers industriels sont souvent les plus marquants. Les gens qui ont eu la chance de visiter une fonderie ne peuvent pas l'oublier. Les plus petits dossiers sont, eux, souvent les plus intenses sur le plan humain : au-delà de leur entreprise, c'est toute la vie des entrepreneurs qui est en jeu. Les grands dossiers financiers sont, quant à eux, évidemment, les plus complexes techniquement, et amènent à des négociations pointues, souvent passionnantes, avec un grand nombre d'interlocuteurs, tous très professionnels et souvent de cultures différentes.

Le métier est riche de ça : on voit toutes genres d'entreprises, dans tous les secteurs, qui demandent toutes des solutions sur mesure.

"Les procédures collectives touchent entre deux cents et trois cent mille salariés tous les ans"

Quelle est votre vision du marché ? Comment le voyez-vous évoluer ?

Le plus important n'est pas le nombre de défaillances d'entreprises mais de savoir quelles sont leurs conséquences sociales et économiques pour le pays. Dans le cadre d'un rythme économique normal, les procédures collectives touchent entre deux cents et trois cent mille salariés tous les ans et permettent, en moyenne, de sauver deux tiers de ces emplois. Nous avons donc, en France, un système extrêmement performant si on le compare avec les économies voisines où le taux de sauvetage des emplois est inférieur à 10 %.

Au-delà de la compétence des professionnels, cette performance s'explique par le fait que tout, dans notre droit, vise à sauver l'entreprise. Ce qui est extraordinairement moderne. Si on refait l'histoire, en se rappelant que les défauts de paiement sont aussi vieux que le crédit, on constate que pendant des millénaires, et jusqu'à un passé récent, le défaut de paiement était une infamie, conduisant, successivement, à la mise à mort du débiteur, à son esclavage, à la prison pour dette, qui existait encore en France il y a 200 ans et qui existe encore dans certains pays.

Voilà 50 ans qu'on a passé ce cap en France, et que le droit ne vise plus seulement à payer les créanciers, mais aussi, et en réalité avant tout, à sauver le débiteur. Et depuis 50 ans, on n'a pas cessé de progresser et d'inventer de nouveaux outils : le mandat ad hoc, la conciliation, la sauvegarde, etc.

Pour en venir à la situation immédiate, il faut comprendre qu'en suite du Covid, les procédures collectives se sont effondrées : le "*quoi qu'il en coûte*", c'est 240 milliards d'euros de soutien aux entreprises dont 140 milliards d'euros de PGE. Il n'y a donc évidemment pas eu de vague, bien au contraire, avec une baisse d'environ 50 %.

La situation, évidemment, va se normaliser, avec un retour, probablement dès cette année aux chiffres qu'on connaît habituellement. Il faut bien comprendre que les défaillances sont un élément naturel de la vie des affaires, dans toutes les économies qui fonctionnent. Une entreprise, c'est une prise de risque. Lorsqu'on immatricule plus de 500 000 entreprises par an, statistiquement, nécessairement, il y aura des défaillances.

La question, ensuite, c'est comment on les traite. Et les choses sont très claires : plus l'intervention se fait en amont, plus les résultats sont bons. Un tiers des redressements judiciaires aboutissent à une solution, proportion qui monte à deux tiers dans les sauvegardes et à 80 % pour les procédures préventives. Plus on anticipe, et mieux ça marche.

Parcours

- 2000 : obtient un DEA en droit des affaires à la Sorbonne et intègre HEC en admission parallèle.
- 2007 : commence sa carrière d'administrateur judiciaire chez SCP Meille et Valliot.
- 2014 : fonde l'étude Abitbol & Rousselet.

Propos recueillis par Béatrice Constans

La valeur des classes : critères de constitution (nature, garantie, mérite, motivation,...)

Revue des procédures collectives

Janvier-Février 2023

2 La valeur des classes : critères de constitution (nature, garantie, mérite, motivation,...)

Laurence Caroline HENRY,
avocat général en service extraordinaire
à la Cour de cassation,
professeur

Joanna ROUSSELET,
administrateur judiciaire

Céline DOMENGET-MORIN,
avocate associée
du cabinet Goodwin
(membre du bureau de l'ARE)

Olivier PÉRONNET,
expert-comptable
associé du cabinet Finexsi

atelier animé par Serge
PELLETIER,

avocat associé du cabinet
Rescue (membre du bureau
de l'ARE)

Les classes de parties affectées constituent une des innovations majeures issues de l'ordonnance n° 2021-193 du 15 septembre 2021 qui a transposé la directive (UE) 2019/1023 du 20 juin 2019. Lorsqu'elles sont mises en place, soit obligatoirement, soit volontairement, ce sont elles qui adoptent ou rejettent le plan. Les textes prévoient un certain nombre de critères pour leur constitution et c'est à l'administrateur judiciaire qu'il incombe de les déterminer en fonction de ces critères, ce qui représente un enjeu stratégique important.

1. Genèse des classes de parties affectées et transposition de la directive

1 - **Serge Pelletier** : L'adoption du plan relève désormais du vote des classes de parties affectées (*C. com.*, art. L. 626-30-2). Les classes ont donc remplacé les comités de créanciers. Elles ont été créées par la directive européenne « restructuration et insolvabilité » du 20 juin 2019 et intégrées dans notre droit interne par l'ordonnance du 15 septembre 2021. Pour le vote du plan, notre droit des entreprises en difficulté ne se contente plus de prendre en compte le montant des créances. Il prend désormais en compte les sûretés et le rang contractuel des créanciers (*C. com.*, art. L. 626-30, III, 1°). En d'autres termes, les créanciers « dans la monnaie » ont désormais une influence décisive sur le sort de l'entreprise.

Quelle est l'origine de cette nouvelle approche ? Comment s'est-elle imposée au stade de l'élaboration de la directive européenne ?

Laurence Caroline Henry : La nouvelle approche qui caractérise la directive trouve son origine dans trois facteurs principaux qui se résument en trois points.

D'abord, un constat : celui d'une approche financière. À la manœuvre la direction générale marchés de capitaux (Capital Markets Union, CMU) avec pour objectif le bon fonctionnement du marché intérieur¹. La directive repose avant tout sur le besoin d'unifier les marchés de capitaux, de lever les obstacles à l'exercice des libertés fondamentales, comme la libre circulation des

capitaux et la liberté d'établissement. La directive s'inscrit dans un mouvement d'ensemble favorable à la mise en place d'une Union des marchés de capitaux (UMC) envisagée dans un premier plan de 2015, suivi d'un nouveau plan d'action réfléchi dès septembre 2020². Les divergences entre les législations nationales relatives à l'insolvabilité des entreprises constituent une entrave pour les investissements européens car elles génèrent des incertitudes quant au règlement des dettes et mettent en échec les procédures de recouvrement de dettes³. À ce titre, l'harmonisation recherchée devrait prévenir l'accumulation de prêts non productifs, assainir le marché des capitaux tout en favorisant l'investissement transfrontalier dans l'Union européenne⁴.

Ensuite, un échec : dès 2011, la Commission lançait des réflexions pour harmoniser certains aspects du droit de l'insolvabilité tant pour favoriser le rebond des débiteurs honnêtes que pour créer les conditions de concurrence équitable entre les sociétés, les entreprises, les entrepreneurs au sein du marché intérieur. La recommandation du 12 mars 2014⁵ marquait une étape importante sur ce chemin. Elle entendait favoriser une nouvelle approche en matière de défaillances et d'insolvabilité des entreprises et défendait l'importance des procédures préventives qui ne connaissent pas le même développement dans les différents États membres. Elle se préoccupait aussi de rendre tangible la seconde chance, le rebond, du débiteur honnête. Bilan mitigé : les États membres se sont peu mobilisés pour tendre vers une plus grande harmonisation de leur législation. Ce qu'une recommandation ne peut imposer, une directive le prescrit !

Ndlr : Actes du colloque « Les classes de parties affectées. De la théorie à la pratique » organisé par l'ARE et le CEDAG de l'université Paris Cité le 18 novembre 2022 sous la direction scientifique de Philippe Roussel Galle.
1. *TFUE*, art. 114.

2. *Doc. COM (2020) 590 final*, 24 sept. 2020.

3. *PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023*, 20 juin 2019, cons. 1.

4. *PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023*, 20 juin 2019, cons. 3.

5. *JOUE* n° L 74, 14 mars 2014, p. 65.

Enfin, une mobilisation des États membres porteurs des techniques propres au droit anglo-saxon : la consultation organisée en 2016 a recueilli 280 contributions venant de 27 États membres. Parmi eux, ce sont majoritairement des représentants de l'Allemagne, du Royaume-Uni (encore européen !), de la Belgique et de la Lituanie qui ont répondu. Il en ressort une tendance favorable à la négociation, à un modèle souple d'accords entre les acteurs des procédures collectives. Ce modèle consensuel apparaît comme la meilleure réponse à un objectif largement partagé : encourager les financements nouveaux dans le cadre de procédures de restructuration en prévoyant des priorités de paiement. La logique est davantage tournée vers une hiérarchisation des créances que vers la mise en œuvre de sûretés. Associée à la règle de la priorité, cette hiérarchie impose un principe de classement des créanciers du sénior au junior. D'ailleurs il est remarquable que parmi les matières liées à l'insolvabilité dans la consultation, on ne trouve pas le droit des sûretés mais le droit des sociétés, droit du travail (social), droit fiscal, de la propriété, des investissements (bancaires, assurances), des aides d'États, de la concurrence...

En conclusion, le choix est fait de s'inspirer des modèles nationaux performants et de supprimer les obstacles à la libre circulation des capitaux. Pour ce faire, il convient d'éviter que des créanciers minoritaires déstabilisent, bloquent les négociations. La directive est une réaction à un *forum shopping* observé : les entreprises européennes qui subissent une crise financière se tournent vers le système anglo-saxon, l'archétype des « *schemes of arrangement* » déjà adoptés largement en droit néerlandais.

2 - **Serge Pelletier** : Quels sont les pays membres qui, en l'état, ont transposé la directive ?

Laurence Caroline Henry : Les États membres qui ont transposé la directive dans leur corpus législatif national sont :

- l'Autriche, loi entrée en vigueur le 17 juillet 2021 ;
- l'Allemagne, loi entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2021 ;
- les Pays-Bas, loi entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2021 ;
- la France, l'ordonnance du 15 septembre 2021 entrée en vigueur 1^{er} octobre 2021 ;
- la Belgique, la loi est passée en Conseil des ministres début novembre, elle est en cours de publication ;
- l'Italie, décret législatif 12 janvier 2019, n° 14, modifié par le décret législatif 17 juin 2022, n° 83 ;
- passager clandestin, le Royaume-Uni dès avant son départ dans le cadre du Brexit qui avait transposé par avance dès le 31 octobre 2019, ce qui est la meilleure preuve de la filiation des textes européens !

Pour les autres États membres des demandes de délai pour transposer sont parfois adressées à la Commission mais les véhicules législatifs sont en passe d'aboutir (Espagne, Pologne) ou une transposition n'est pas jugée indispensable compte tenu de l'état du droit national (Luxembourg).

3 - **Serge Pelletier** : Quels sont les enjeux globaux de ces nouvelles règles ?

Céline Domenget-Morin : L'objectif initial de la directive était d'harmoniser le droit des entreprises en difficulté entre les pays de l'Union Européenne en renforçant la prévention et l'efficacité des procédures, la convergence entre les droits nationaux permettant de garantir une plus grande sécurité juridique des investissements transfrontaliers. Dans ce cadre, la transposition en droit français devait assurer un meilleur équilibre entre les parties prenantes en offrant davantage de protection du droit des créanciers et de leur rang, tout en permettant d'imposer l'adoption d'un plan sans l'accord des actionnaires en dehors de la monnaie.

4 - **Serge Pelletier** : Quelle est l'attitude des grands investisseurs financiers face à l'entrée en vigueur de ces nouvelles règles ?

Céline Domenget-Morin : À ce stade, il n'y a eu que trois cas de sauvegarde accélérée, il me semble par conséquent difficile de faire état d'une évolution de l'attitude des grands investisseurs financiers à la seule lecture des textes. Les prochains cas d'envergure seront donc regardés de près et seront clés pour faire évoluer la perception du droit français de l'insolvabilité à l'international.

5 - **Serge Pelletier** : Et est-ce qu'elles ont changé le comportement des financiers ?

Céline Domenget-Morin : Comme évoqué à l'instant, il est trop tôt pour le dire. On peut cependant noter que le rôle clé donné à la convention de subordination pour la constitution des classes de parties affectées conduit les investisseurs en capital et en dette à y prêter une plus grande attention.

2. Constitution des classes de parties affectées

6 - **Serge Pelletier** : L'administrateur joue un rôle clef dans le nouvel environnement du plan voté par les classes. C'est lui qui a la charge de les constituer (C. com., art. L. 626-30, III) et c'est lui qui soumet aux membres les modalités de calcul des voix en prenant en compte, on l'a dit, le montant des créances, les sûretés dont elles sont assorties et les accords de subordination portés à sa connaissance (C. com., art. L. 626-30, V). Pouvez-vous nous rappeler les règles légales à respecter pour la constitution des classes de parties affectées ?

Joanna Rousselet : En comparaison, en premier lieu, avec les anciens comités de créanciers (dont le régime subsiste pour les plans adoptés avec comités antérieurement à la réforme du 15 septembre 2021), les règles de constitution sont bien plus nombreuses, mais laissent aussi, dans le même temps, une liberté importante à l'administrateur judiciaire qui, sans se livrer à un découpage électoral, a la faculté de constituer les classes de parties affectées de façon intelligente en fonction de chaque dossier.

Les règles légales de constitution des classes de parties affectées sont, pour mémoire, les suivantes :

- ne peuvent faire partie des classes que des parties affectées, c'est-à-dire des créanciers dont les droits sont directement affectés par le projet de plan (C. com., art. L. 626-30, I, 1) ainsi que les actionnaires et détenteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital, si leur participation au capital du débiteur, les statuts ou leurs droits sont modifiés par le projet de plan (C. com., art. L. 626-30, I, 2°) ;
- les créanciers publics peuvent bien être intégrés aux classes, contrairement à l'ancien régime. Les créances résultant du contrat de travail ne le peuvent en revanche toujours pas (C. com., art. L. 626-30, IV) ;
- le montant à prendre en compte est celui des créances antérieures à l'ouverture de la procédure (C. com., art. L. 626-30, III) ;
- sur la base de critères objectifs vérifiables, les parties affectées sont regroupées en classes représentatives d'une communauté d'intérêt économique suffisante en respectant les conditions suivantes (C. com., art. L. 626-30, III) :
 - les créanciers titulaires de sûretés réelles portant sur les biens du débiteur, pour leurs créances garanties, et les autres créanciers sont répartis en classes distinctes (C. com., art. L. 626-30, III, 1°),

- la répartition en classes doit respecter les accords de subordination conclus avant l'ouverture de la procédure (*C. com.*, art. L. 626-30, III, 2°),
- les détenteurs de capital forment une ou plusieurs classes distinctes (*C. com.*, art. L. 626-30, III, 4°).

Céline Domenget-Morin : Même si l'article L. 626-30, III, du Code de commerce n'y fait pas référence, la constitution des classes est nécessairement influencée par le projet de plan et par les conditions devant être vérifiées par le tribunal au stade de l'adoption du plan.

En effet, l'article L. 626-31 du Code de commerce impose au tribunal de vérifier que les parties affectées partageant une communauté d'intérêt économique suffisante au sein de la même classe bénéficient d'une égalité de traitement et sont traitées de manière proportionnelle à leur créance ou à leur droit. Autrement dit, la condition préalable à tout traitement différencié serait donc l'appartenance à une classe distincte.

Au-delà, dans l'hypothèse d'une application forcée inter-classes, le tribunal doit vérifier que le plan respecte la règle de la priorité absolue, laquelle est satisfaite, selon sa transposition en droit français, en cas de désintéressement intégral des parties affectées d'une classe qui a voté contre le plan par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan (*C. com.*, art. L. 626-32, I, 3°).

Si la rédaction retenue de la règle de la priorité absolue, qui suppose un classement hiérarchique entre les classes de parties affectées, soulève de nombreuses difficultés d'interprétation⁶, notamment en cas de présence de plusieurs classes de créanciers chirographaires de même rang, il est possible dans certaines conditions d'y déroger. Il ressort en effet des dispositions de l'article L. 626-32 du Code de commerce que des dérogations à la règle de la priorité absolue sont possibles, au bénéfice notamment des fournisseurs de biens ou de services, si elles sont nécessaires pour atteindre les objectifs du plan, et si le plan ne porte pas une atteinte excessive aux droits ou intérêts de parties affectées. À ce titre, la doctrine inscrit les objectifs du plan dans la perspective d'une réorganisation de l'entreprise permettant la poursuite de l'activité économique, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif⁷.

Sans autre précision sur le texte, on a un cadre très souple, de sorte que l'administrateur peut prendre des décisions motivées par la recherche d'un résultat.

7 - **Serge Pelletier** : Avez-vous des exemples de ce que pourraient être des critères utilitaristes d'intégration ou d'exclusion des classes ?

Céline Domenget-Morin : Le premier exemple donné par la directive et repris par l'ordonnance du 15 septembre 2021 est celui du fournisseur stratégique de biens.

Cependant, comme le laisse entendre le titre de cette table ronde (nature, garantie, mérite, motivation), ce n'est pas le seul exemple : le mérite ou la motivation peuvent s'entendre d'autres modes de contribution au succès du plan tels que l'apport d'argent frais, par exemple, ou l'apport de services clés pour le succès du redressement de l'entreprise (en ce compris la fourniture de services bancaires indispensables tels que des lignes de caution ou de change) ou, pourquoi pas, la volonté de porter le plan en qualité de futur actionnaire de référence.

6. V. par ex. T. Doyen, *L'absolute priority rule à la française : enjeux et contours d'un principe clé* : *Fusions & Acquisitions Magazine*, sept.-oct. 2022. – F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de redressement adoptés par les classes de parties affectées* : *BJE janv. 2022*, n° BJE200k9.
7. O. Debeine et E. Rosier, *Plan de continuation – La règle de priorité absolue* : *Rev. proc. coll. 2021*, étude 20.

Puisqu'ils peuvent donner lieu à recours par les membres des classes, il est important d'avoir bien à l'esprit les critères de constitution.

8 - **Serge Pelletier** : Pouvez-vous nous préciser ce que le législateur a entendu par « critères objectifs vérifiables » et « communauté d'intérêt économique suffisante » (*C. com.*, art. L. 626-30 III) ?

Céline Domenget-Morin : Dans l'analyse de la situation d'un créancier dont les créances bénéficient pour partie de sûretés, la doctrine se réfère notamment à la jurisprudence américaine, qui se fonde pour la constitution des classes de créanciers sur la notion de « créances et intérêts substantiellement similaires » (*substantially similar claims or interests*), qui se rapproche de la notion française de « communauté d'intérêt économique suffisante ».

La communauté d'intérêt économique peut être relative à l'efficacité de la sûreté détenue par le créancier mais également l'intérêt pour la pérennisation de l'activité du débiteur au-delà du paiement de sa créance⁸.

La doctrine⁹ encourage l'administrateur judiciaire à invoquer d'autres intérêts « catégoriels » lors de la constitution des classes¹⁰. Dans cette logique, l'administrateur judiciaire « devrait aussi pouvoir distinguer entre des créanciers (des fournisseurs ou des établissements de crédit) selon qu'ils sont stratégiques ou non. Distinguer parmi les fournisseurs selon qu'ils continuent ou non à travailler avec le débiteur révèle un intérêt économique pertinent et constitue un " critère objectif vérifiable ", justifiant la constitution d'une classe autonome »¹¹.

Au-delà, la détention de créances bénéficiant de sûretés et de créances chirographaires par le même créancier peut conduire à constituer une classe distincte considérant que, « l'intérêt de ce créancier à l'arrêté du plan de continuation n'est à l'évidence pas identique à celui des chirographaires dès lors qu'il dispose de créances privilégiées qui offrent de meilleures perspectives de paiement et qu'il a intérêt à la continuation¹² pour maintenir avec le débiteur un courant d'affaires. [Le créancier] se livrera à une appréciation globale des paiements qu'il peut attendre de la continuation »¹³. C'est le choix qui a été fait dans le dossier Pierre & Vacances.

9 - **Serge Pelletier** : Par ailleurs, vous avez traité ensemble le dossier Pierre & Vacances, comment avez-vous procédé pour la constitution des classes ? Quels critères objectifs vérifiables et quelles communautés d'intérêt économique avez-vous retenu ?

Joanna Rousselet : Pour rappel, dans le cas de Pierre & Vacances, l'accord avait été sécurisé avec l'ensemble des banques, l'ensemble des Euro PP (Euro Private Placements)¹⁴, une majorité suffisante des porteurs d'Ornane et une majorité suffisante des actionnaires.

La nécessité de constituer des classes a uniquement résulté de l'impossibilité d'identifier l'intégralité des porteurs d'Ornane (obligations remboursables en numéraire et en actions nouvelles

8. Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur les classes de créanciers pour la transposition de la directive du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive*, 25 sept. 2020.

9. L.-C. Henry, *Les classes de parties affectées* : *Rev. sociétés 2022*, p. 406.

10. H. Poujade et C. Saint-Alary-Houin, *L'instauration des classes de parties affectées* : *Rev. proc. coll. 2021*, dossier 8.

11. F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de redressement adoptés par les classes de parties* : *BJE janv. 2022*, n° BJE200k9.

12. Souligné par nos soins.

13. O. Debeine, E. Rosier, *La règle de priorité absolue, catalyseur des négociations* : *Rev. proc. coll. 2022*, étude 3.

14. Opération de financement à moyen ou long terme d'une entreprise, cotée ou non, par un nombre limité d'investisseurs institutionnels.

et existantes) et donc de recueillir leur accord. Il n'a donc aucunement été utilisé les outils nouveaux, notamment de *cross class cram down*, créés par l'ordonnance du 15 septembre 2021 (C. com., art. L. 626-32), et l'ancien régime des comités de créanciers aurait produit les mêmes résultats.

Cinq classes ont été constituées :

- les créanciers chirographaires ayant également de la dette sécurisée ;
- les créanciers chirographaires sans dette sécurisée ;
- les créanciers au titre des PGE, compte tenu du fait que même s'ils ne disposent pas de garanties sur le patrimoine du débiteur, ils bénéficient de la garantie de l'État à hauteur de 90 % ;
- les porteurs d'Ornane, créanciers et disposant par ailleurs de la qualité de détenteurs de capital ;
- et, les actionnaires.

10 - **Serge Pelletier** : Le texte crée donc un espace de liberté qui permet de constituer les classes dans la perspective d'atteindre un vote favorable. Mais cette liberté peut également être regardée comme une source de responsabilité. Pour se prémunir face à la mise en œuvre de cette responsabilité et disposer des arguments propres à emporter l'adhésion du plus grand nombre de parties affectées ou au moins celle des plus influentes, l'administrateur pourra avoir recours à des experts. En pratique, quelles expertises doivent-elles être envisagées ? Dans le dossier Pierre & Vacances, quelles expertises avaient-elles été mises en œuvre ?

Olivier Péronnet : Les expertises utiles concernent l'évaluation de la société. Ce travail d'évaluation apportera des éléments objectifs aux parties prenantes et permettra de mettre le plan d'affaires du débiteur au centre du débat.

Rappelons qu'en cas d'augmentation de capital dilutive dans une société cotée, une expertise indépendante est mise en œuvre pour examiner ses modalités, l'incidence pour les actionnaires, et son caractère « *équitable* ». Dans le dossier Pierre & Vacances, société cotée, où il y avait un accord entre les parties prenantes créanciers et principaux actionnaires, il s'agissait de valoriser la société et de voir l'incidence du plan sur la situation des actionnaires minoritaires, par contraste avec celle des créanciers.

En pratique, dès lors qu'il y avait un plan d'affaires et un accord entre les créanciers, rechercher une valeur liquidative, outre les difficultés propres à une telle approche sur laquelle nous reviendrons, n'avait pas un sens réel. La mission consistait à évaluer la société en continuité, ce qui suppose un plan d'affaires et une sécurisation de ses financements. La restructuration financière était articulée avec des prix de souscription différenciés entre créanciers, anciens et nouveaux actionnaires, qu'il fallait comparer pour apprécier le traitement respectif de chacun et celui des anciens actionnaires en particulier, et identifier de quelle forme de « *retour à meilleure fortune* » ces derniers pouvaient bénéficier en cas de réalisation du plan d'affaires.

Joanna Rousselet : Dans la pratique, l'administrateur judiciaire, dans les dossiers litigieux, recourra sans hésiter à des expertises, tant sur des sujets de chiffres que de droit, pour des questions évidentes de responsabilité.

3. Adoption du plan par les classes de parties affectées

11 - **Serge Pelletier** : Puisque les décisions prises au stade de la constitution des classes peuvent être motivées par le résultat recherché, il faut s'assurer de disposer des données permettant d'apprécier le meilleur intérêt des créanciers, en d'autres termes de savoir qui sont les créanciers « dans la monnaie ».

Le Best Interest Test (C. com., art. L. 626-31, 4°) est la détermination par le tribunal de la situation la plus favorable des parties dissidentes entre, d'une part, leur sort résultant de l'application du plan et, d'autre part, leur traitement en cas de répartition du prix en liquidation ou en plan de cession.

Cette comparaison paraît difficile à mettre en œuvre, puisque, par hypothèse, il n'y a pas d'appel d'offres de cession et, donc, pas de prix connu à répartir.

Il faut donc se référer à :

- à la valeur des actifs pour appréhender les répartitions en liquidation ; et
- à la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité pour appréhender la répartition du prix après mise en œuvre d'un plan de cession.

En pratique, en l'absence d'appel d'offres de cession a-t-on déjà une idée ou une méthode pour déterminer la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité ?

Existe-t-il des directives de l'ordre des experts comptables ou de la compagnie des commissaires aux comptes pour déterminer cette valeur ?

Olivier Péronnet : L'évaluation suppose de poser les hypothèses structurantes. L'entreprise en difficulté suggère une approche par la valeur liquidative. En théorie, ce scénario est utile pour visualiser ce qui pourrait revenir aux créanciers et aux actionnaires dans ce cas, le « *pire des cas* ». Mais, en pratique, sauf dans certains contextes de sociétés ayant des actifs liquides facilement réalisables (immeubles hors exploitation, actions cotées par exemple), il est très difficile d'avoir des hypothèses crédibles sur la valeur des actifs, d'imaginer les modalités et le temps nécessaire à leur cession et, enfin, de chiffrer précisément les coûts de liquidation. Autant il peut être simple de matérialiser le risque pour un grand nombre des créanciers ou tous et, *a fortiori*, pour les actionnaires de tout perdre, autant procéder à une évaluation précise en liquidation sera généralement très difficile.

La méthode pour déterminer la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité conduit à recourir à une approche multicritères telle que mise en œuvre, par exemple, dans le cadre du RG AMF (règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers) sur les offres publiques.

Une approche multicritères vise à dégager les critères pertinents : approche intrinsèque par le *discounted cash flow* (DCF)¹⁵ basée sur le plan d'affaires que l'expert devra *challenge* pour s'assurer de son caractère volontariste ou conservateur, approche par analogie en recherchant des bases de référence d'entreprises comparables cotées ou de transactions comparables, cotées ou non, pour appliquer les multiples d'agrégats de ces comparables à ceux de la société, etc.

L'approche par le DCF est devenue la méthode la plus pratiquée dans la mesure où elle permet de refléter le potentiel de l'entreprise en activité, dans une vision dynamique.

Il n'existe pas de norme précise propre à ce contexte légal nouveau. Ce qui est à mon sens une bonne chose, car l'évaluation est un sujet de jugement professionnel.

Les professionnels ont des standards ou bonnes pratiques. J'ai cité le RG AMF. On peut citer aussi le référentiel international IVSC (International Valuation Standards Council) qui donne les pistes de base d'une évaluation ; l'expert devra se poser la question du critère pertinent dans le contexte : valeur liquidative ou en continuité.

Approches intrinsèques (DCF) ou références de comparables, etc. La bonne pratique est d'exposer les méthodes, expliquer celles qui sont pertinentes ou à exclure, dire comment leur mise

15. Flux de trésorerie actualisés.

en œuvre est possible ou limitée et apprécier la valeur qui résulte de sa démarche d'évaluation dans le contexte.

12 - **Serge Pelletier** : Pourquoi le législateur n'a-t-il pas mieux défini cette notion de valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité ?

Laurence Caroline Henry : Le choix du silence opéré par le législateur transparaît en filigrane dans le rapport au président de la République qui précise que la répartition des créanciers en classes est laissée en partie à l'appréciation de l'administrateur judiciaire et sous sa responsabilité. Ce même rapport, comme l'ordonnance, se contentent de se référer aux critères objectifs vérifiables, à la communauté d'intérêt suffisante et au respect des accords de subordination inscrits dans la directive de 2019 (C. com., art. L. 626-30). Ce choix est encore plus évident concernant le critère du meilleur intérêt et la règle de la priorité absolue (C. com., art. L. 626-31). Le législateur français s'est contenté (ce qui est revendiqué dans le rapport au président de la République) de reprendre les termes de la directive.

Les textes sont presque abscons tant ils veulent être souples et généraux, mais ils laissent aux praticiens les marges de manœuvre nécessaires pour tenter de dépasser le paradoxe fondateur du critère du meilleur intérêt qui mesure les chances de vote d'un plan de sauvetage de l'entreprise à l'aune de sa liquidation. Le choix français de préférer la règle de la priorité absolue se justifie par la présence de précieuses exceptions au bénéfice de certains créanciers juniors car chirographaires mais essentiels à la survie de l'entreprise (on pense aux fournisseurs). L'option de la transposition est donc de « coller » au plus près au texte de la directive dans la transposition. On retrouve dans le Code de commerce une rédaction proche de celle de la directive.

Le relatif retrait du législateur qui écrit d'une main tremblante paraissait le plus sage à en lire le rapport du Haut Comité de la place juridique et financière de Paris publié le 25 septembre 2020¹⁶. Il donne la liberté, la souplesse nécessaire au traitement différencié des difficultés des entreprises (souvent de grande taille). Il reflète la volonté de laisser faire la pratique et de lui laisser l'opportunité de trouver des solutions sur mesure en travaillant au cas par cas. Introduire des critères généraux plus précis aurait généré difficultés et contentieux. Difficultés : comment tordre les concepts légaux pour les adapter aux spécificités d'une entreprise, d'un groupe, national, international ? Contentieux : il est sous-jacent dès que des concepts doivent être interprétés, le juge est alors saisi de l'interprétation de notions manquant parfois de souplesse et de réalisme, notions instrumentalisées par certaines parties pour leur avantage personnel et au détriment du rebond de l'entreprise. Or, les magistrats seraient par définition démunis pour juger un tel contentieux car la rigidité de concepts juridiques va nécessairement à l'encontre d'une magistrature économique efficiente.

Il reste un regret, la reprise des textes de la directive sans autre précision implique l'intervention accrue d'experts multiples pour assurer l'évaluation de l'entreprise en activité, en liquidation, l'évaluation de l'efficacité des garanties des créanciers en vue de leur classement générant coûts et contentieux.

13 - **Serge Pelletier** : Comment les juges vont-ils s'y prendre pour vérifier que le critère du meilleur intérêt des créanciers est bien rempli lors de l'examen du plan par le tribunal ?

Laurence Caroline Henry : Les modalités d'une telle vérification ne sont pas explicitées par l'article L. 626-31 du Code de commerce qui pour autant prévoit ce contrôle en vue de l'adop-

tion du plan. En cas d'application forcée interclasse (C. com., art. L. 626-32), une vérification de la règle de la priorité absolue est aussi imposée. Aucune directive n'est donnée par la loi. La formation des magistrats aura un grand rôle à jouer. Il y a fort à parier que le recours à des expertises va se multiplier, ce qui donne tout son intérêt à une récente décision de la chambre commerciale du 5 octobre 2022 en matière de question prioritaire de constitutionnalité¹⁷. Les questions ne sont pas jugées recevables notamment parce que : « *Il n'existe pas de jurisprudence constante selon laquelle l'article L. 621-9, alinéa 2, du code de commerce serait interprété comme autorisant le technicien désigné par le juge-commissaire à établir et remettre son rapport sans avoir à respecter le principe du contradictoire. En effet, si la Cour de cassation juge que la mission que le juge-commissaire peut confier à un technicien n'est pas une mission d'expertise judiciaire soumise aux règles du code de procédure civile et n'exige donc pas l'observation d'une contradiction permanente dans l'exécution des investigations, elle s'assure de l'association du débiteur ou du dirigeant aux opérations du technicien.* (Com., 22 mars 2016, pourvoi n° 14-19.915, Bull. 2016, IV, n° 45 ; Com., 23 avril 2013, pourvoi n° 12-13.256, rectifié le 9 juillet 2013). ».

La jurisprudence se dessinera au fur et à mesure des recours inévitables qui restent possibles même s'ils sont strictement encadrés. Mais pour connaître les orientations de la Cour de cassation, il faudra attendre des pourvois ou susciter des avis de cette dernière. Le Parquet général de la Cour de cassation est d'ailleurs très favorable au développement de la procédure des avis car elle permet de baliser le chemin en amont ce qui est un atout pour la sécurité juridique.

14 - **Serge Pelletier** : Avons-nous connaissance d'un dossier dans lequel cette question de la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité se serait posée et doit-on penser qu'elle se présentera souvent ?

Joanna Rousselet : Le dossier Arc, pour permettre l'application forcée interclasses sur une classe de détenteur de capital, le jugement étant notamment motivé en ces termes :

(...) En parallèle, par ordonnance du 5 juillet 2022, le juge-commissaire a désigné le cabinet Finexsi pour estimer la valeur de l'entreprise Arc Holdings en valeur liquidative et en tant qu'entreprise en activité, conformément aux articles L. 626-31 et L. 626-32 du code de commerce. Le Cabinet Finexsi a remis son rapport le 26 juillet 2022, duquel il ressort que la valeur de l'entreprise est inférieure au montant de la dette et que les détenteurs de capital ne sont pas dès lors dans la valeur, que ce soit dans une approche liquidative ou en continuité d'exploitation (...)

Olivier Péronnet : Dans le dossier Arc, l'approche en liquidation a été mise en œuvre de façon simplifiée, comme je l'ai indiqué tout à l'heure, afin de répondre à la question du tribunal de façon satisfaisante. À titre principal, il a été mis en œuvre une approche en continuité, c'est-à-dire d'une entreprise en activité pour examiner quels créanciers et actionnaires étaient « *dans la monnaie* » dont une classe de détenteurs du capital.

On peut penser que cette approche va se généraliser pour objectiver le débat sur la situation financière du débiteur et de ses actionnaires et créanciers.

15 - **Serge Pelletier** : En cas d'adoption du plan par l'unanimité des classes, pour le Best interest test, en plus de la comparaison avec la situation résultant des répartitions en plan de cession et en liquidation, le texte propose une comparaison avec la

16. <https://hcjp.fr/defaillances-entreprises>.

17. Cass. com., 5 oct. 2022, n° 22-13.287, QPC : JurisData n° 2022-016422.

« meilleure solution alternative si le plan n'était pas validé ». Quelle est cette solution de « meilleure solution alternative » ?

Laurence Caroline Henry : Il est fait référence à cette solution alternative à l'article L. 626-31, 4°, du Code de commerce qui reprend pour partie la définition du critère du meilleur intérêt posée par l'article 2, § 7 de la directive (pour mémoire « *“ critère du meilleur intérêt des créanciers ” : un critère qui vérifie qu'aucun créancier dissident ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan de restructuration que celle qu'il connaîtrait si l'ordre normal des priorités en liquidation établi par le droit national était appliqué, soit dans le cas d'une liquidation, que cette dernière se fasse par distribution des actifs ou par la cession de l'entreprise en activité, soit dans le cas d'une meilleure solution alternative si le plan de restructuration n'était pas validé* »).

Le rapport au président de la République précise utilement que cette référence invite à prendre en compte une poursuite d'activité en appliquant un autre scénario que celui de l'adoption du plan de restructuration. Cette remarque prolonge les parcimonieuses précisions des considérants de la directive. Le deuxième énonce que cette solution alternative peut être trouvée en l'absence de plan.

On devine dans les deux cas la possibilité d'une sortie par le haut avec un accord entre le débiteur et les créanciers qui n'a pas même besoin de l'ouverture d'une procédure de restructuration préventive avec sa kyrielle de contraintes judiciaires. Plus précisément, le considérant 52 s'attachant au critère du meilleur intérêt semble consacrer cette solution alternative comme un des éléments de comparaison pour établir la mesure du sacrifice du créancier dissident. On peut alors imaginer un élément de souplesse en marge de la référence à une situation liquidative... car cette solution (pourquoi pas ?) pourrait être issue d'une négociation *inter partes*.

En réalité, l'expression conserve une part de mystère... Il faut sans doute écarter la référence à un autre plan, par définition meilleur, si on lit les considérants et l'article 2 de la directive qui évoquent l'hypothèse de l'absence de validation du plan. Il est possible d'envisager les propositions formulées en droit français par un mandat *ad hoc*, une conciliation... et pourquoi pas une autre procédure collective ou une solution en marge de toute procédure ? La référence laisse songeur car cette solution alternative est bien un élément de comparaison de la situation des créanciers dissidents en vue de l'adoption d'un plan de restructuration.

Il faut faire confiance à la pratique pour dégager une notion réaliste de cette solution alternative !

16 - Serge Pelletier : Lorsque le plan n'est adopté que par une majorité de classes ou par une classe de parties « dans la monnaie », l'article L. 626-32 soumet l'adoption du plan au respect d'une règle de la priorité absolue qui prévoit que :

« Les créances des créanciers affectés d'une classe qui a voté contre le plan sont intégralement désintéressées par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan ».

Qu'entend-on par « désintéressement » dans ce contexte ? Est-ce que c'est un paiement au sens du droit civil ou est-ce que le législateur a voulu élargir à d'autres modes de satisfaction ?

Céline Domenget-Morin : Comme évoqué précédemment, la définition retenue de la règle de la priorité absolue (*C. com.*, art. L. 626-32, I, 3°) soulève de nombreuses interrogations dans un contexte où le classement entre les classes n'est pas évident : quelle est l'assiette de la sûreté sur laquelle s'exerce le droit de

préférence du créancier bénéficiant de la sûreté, quel contrôle en l'absence d'une classe de rang inférieur, notamment si aucune classe de détenteurs de capital n'a été constituée ?

Il nous semble que le désintéressement ne se résume pas à un paiement en numéraire mais inclut bien la remise de titres.

Certains auteurs considèrent également que le désintéressement intégral ne veut pas dire un paiement préalable à 100 %. Ils relèvent d'ailleurs que le texte ne prévoit pas de critère temporel¹⁸.

17 - Serge Pelletier : Après ces précisions, la création des classes de parties affectées modifie-t-elle en pratique l'équilibre entre le pouvoir du débiteur et celui des créanciers ?

Joanna Rousselet : L'équilibre entre le débiteur et les créanciers est indéniablement modifié par cette ordonnance.

En premier lieu, le débiteur en sauvegarde est certes le seul à pouvoir présenter un plan (*C. com.*, art. L. 626-2), mais si le plan soumis n'est pas adopté, la conversion en redressement judiciaire sera inéluctable, ce qui permettra alors aux créanciers de présenter leur propre plan. Le pouvoir du débiteur en sauvegarde reste donc en réalité également limité.

Par ailleurs, l'impossibilité, désormais, de présenter un plan sur 10 ans en procédure de sauvegarde est un affaiblissement supplémentaire pour le débiteur.

Plus encore, il n'est concrètement aujourd'hui plus possible, en procédure collective dans les dossiers importants, d'imposer un plan sur 10 ans. C'est une vraie révolution, qui aura un impact majeur sur ces dossiers dans l'avenir.

Olivier Péronnet : Un point important est la question du traitement des actionnaires dans les sociétés cotées qui va se poser de façon très sensible. La pratique de place était de leur donner accès à une forme de retour à meilleure fortune. L'approche par une attestation d'équité vise à éclairer le vote des actionnaires et à leur permettre de participer à la restructuration. Comment va se passer pour eux la logique des classes de parties affectées ? Cela conduira, on peut le penser, à évaluer à chaque fois ou le plus souvent l'entreprise en continuité de ses activités pour apprécier leur situation ; mais ne risquent-ils pas d'être exclus ?

Conclusion

18 - Serge Pelletier : En guise de conclusion, en quoi l'intégration des classes de parties affectées contribue-t-elle à la compétitivité de notre droit ?

Laurence Caroline Henry : Le renforcement de la compétitivité du droit français après la transposition de la directive « *Cadres de restructuration préventive* » par l'ordonnance du 15 septembre 2021 semble indiscutable. Il dépasse certainement la simple adoption de ces textes mais s'appuie sur l'ensemble des instruments proposés par le livre VI du Code de commerce. Comme il l'a été évoqué lors d'une intervention au colloque de Deauville du mois de mai 2022¹⁹, la transposition enrichit le droit français de l'insolvabilité d'une dimension « *Haute couture* » qui vient s'ajouter à celle du « *Prêt à porter* » qui faisait sa force.

18. T. Doyen, *L'absolute priority rule à la française : enjeux et contours d'un principe clé* : *Fusions & Acquisitions Magazine*, sept.-oct. 2022. – F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de redressement adoptés par les classes de parties affectées* : *BJE* janv. 2022, n° BJE200k9.

19. *Droit des entreprises en difficulté de 1985 à 2025, colloque Droit et commerce* : *Gaz. Pal.* n° 2 hors série du 28 juin 2022, spéc. A.-L. Chevalier. – L.-C. Henry, *L'attractivité et l'influence du droit français des entreprises en difficulté* : *GPL436v4*.

Le « *Prêt à porter* » a été préservé et valorisé avec la protection du volet prévention du droit français qui ne subit pas les effets de la transposition. La sécurité juridique du droit des entreprises en difficulté est assurée par le maintien du droit commun des procédures collectives, grâce à l'introduction de seuils élevés (ceux des tribunaux de commerce spécialisés) pour rendre obligatoire l'application des classes de parties affectées. Par conséquent, pour la plupart des débiteurs, le droit commun des procédures collectives continue à s'appliquer. Cependant, le choix de recourir aux nouveaux instruments que sont les classes, le critère du meilleur intérêt, la règle de la priorité absolue, est ouvert à tous (notamment à travers le recours à la sauvegarde accélérée). L'équilibre entre les droits des créanciers et ceux des débiteurs est renouvelé pour une plus grande prise en compte des intérêts de chacun par le biais de la négociation. L'attractivité du droit français est assurée, aussi, par la création d'une spécialité nouvelle en procédure collective mais très française pourtant : la Haute Couture, le sur-mesure.

La « *Haute couture* » des procédures collectives est consacrée avec la transposition de la directive « *cadres de restructuration préventive* ». Elle avait déjà été inventée par les praticiens français dans le cadre des procédures transeuropéennes soumises au règlement « *Insolvabilité* »²⁰. Elle est généralisée et dotée d'instruments nouveaux de haute précision. Il suffit de rappeler la

grande nouveauté des classes de parties affectées, du critère du meilleur intérêt, de la règle de la priorité absolue, de l'application forcée interclasse... Surtout, il faut se féliciter de bénéficier d'un panel varié de procédures qui ne sont plus réellement collectives mais ouvertes aux parties affectées par le plan, permettant de circonscrire leur portée et leurs lourdes conséquences pour les partenaires de l'entreprise en difficulté. Elles vont pouvoir adapter les solutions proposées à la taille de l'entreprise en difficulté, à la nature de son endettement, aux rapports qu'elle noue avec ses créanciers... Quant aux investisseurs étrangers, ils retrouvent, enfin en droit français, le modèle du « *scheme of arrangement* » qu'ils connaissent bien et pratiquent régulièrement, ce qui leur offre une sécurité juridique inédite et peut les encourager à investir en France... Une parfaite attractivité ? Il est quand même possible d'émettre une réserve, elle pourra être levée par la grande qualité des praticiens de l'insolvabilité, mais elle concerne la grande complexité du droit français des procédures collectives qui peut générer incertitudes et multiplication des voies recours (même limitées par les textes)... ■

20. PE et Cons. UE, règl. (UE) 2015/848, 20 mai 2015 : JOUE n° L 141, 5 juin 2015, p. 19.

Les *start up* au régime sec

Nextstep n°14

Février 2023

LES START-UP AU RÉGIME SEC

Après deux années d'euphorie et des tours de tables vertigineux, l'atterrissage est brutal pour les pépites de la French Tech habituées à être courtisées par les VCs et à brûler du cash sans quasiment rendre de comptes.

LA FERME URBAINE

AGRICOOOL, la pépite des objets connectés Sigfox, le spécialiste des potagers d'intérieurs Prêt à Pousser, la start-up de quick commerce Kol, la biotech Deinove... Autant de jeunes pousses prometteuses placées en redressement judiciaire dans les 12 derniers mois. D'autres sont directement liquidées sans passer par la case RJ comme l'Airbnb du voyage d'affaires MagicStay ou la néobanque Vybe dédiée à la génération Z. De fait, le tarissement du robinet prolifique des financements combiné à la dégradation de l'environnement économique global fragilise un écosystème par définition plus vulnérable. « La difficulté à trouver de nouveaux financements a précipité les difficultés de jeunes pousses dépendantes des levées de fonds pour survivre », confirme Joanna Rousselet, associée de l'administrateur judiciaire Abitbol & Rousselet, qui a vu affluer de nouveaux dossiers depuis cet été.

Des défaillances en forte hausse

S'il est difficile d'évaluer la surmortalité dans les rangs des start-up depuis le second semestre 2022, il est incontestable qu'elle suit le même trend, voire dépasse la tendance des défaillances globales recensées dans l'hexagone. Or le bilan

annuel d'Altares sur les entreprises en difficultés fait ressortir une hausse des procédures collectives de près de 50 % en 2022 avec 42 500 défaillances enregistrées sur l'année dont 30 % uniquement au quatrième trimestre. « Si le cataclysme n'a pas eu lieu en 2022, le rythme est plus soutenu qu'envisagé, faisant craindre un retour aux valeurs d'avant crise plus tôt que prévu. 2023 pourrait dépasser le seuil de 2019 et nous ramener aux valeurs de 2017, au-delà de 55 000 », analyse Thierry Million, directeur des études Altares. En amont des procédures collectives, l'amiable a également connu un afflux inédit de dossiers. D'après les statistiques du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ), le nombre d'ouvertures de procédures de prévention a augmenté de 35 % sur le second semestre et 26 % sur l'ensemble de l'année 2022 pour atteindre un total de 7 172 dont 4 731 en mandat *ad hoc* et 2 441 en conciliation. Les ouvertures de procédures de prévention atteignent ainsi leur plus haut niveau depuis la création de l'Observatoire du CNAJMJ. « 83 % des procédures de prévention ouvertes depuis le début de l'année 2022 concernent des entreprises de moins de 10 salariés », précise le rapport qui ne permet pas

de distinguer les PME/TPE conventionnelles de leurs consœurs start-up.

Tarissement des financements

Après deux années d'euphorie et des tours de tables vertigineux, l'atterrissage est donc brutal pour les pépites de la French Tech habituées à être courtisées par les VCs et à brûler du cash sans quasiment rendre de comptes. Le tarissement des financements s'est surtout fait sentir au troisième trimestre 2022 après un début d'année encore marqué par des levées stratosphériques comme celles de la fintech Qonto (486 M€), de l'éditeur de logiciels Ecovadis (478 M€) ou de la place de marché Back Market (450 M€). Ainsi, les start-up françaises ont récolté plus de 13,5 Mds€ en 2022, selon le baromètre capital-risque d'EY, en hausse de 17 % en valeur par rapport à 2021. Mais l'année fut complètement asymétrique comme le souligne le rapport : après avoir bondi de 63 % au premier semestre, les fonds levés ont reculé de 21 % lors du second. « Déjà palpable ces derniers mois, le changement de paradigme en cours devrait se confirmer, pronostique Franck Sebag, associé en charge du secteur Fast Growing Companies chez EY. Concrètement, l'heure de l'hyper croissance

est en train de laisser place à la sobriété des investissements mais surtout au retour en force de la rentabilité comme indicateur principal de performance. » Exit donc les start-up ayant perdu pied avec la réalité, et les scale-up ayant oublié la finalité ultime d'un business model rentable. Après avoir atteint un pic fin 2021 à 3.100 Mds\$, la valorisation du secteur européen de la tech est tombée à 2.700 Mds\$ début décembre 2022, d'après le rapport annuel « State of European Tech 2022 » du fonds de capital-risque britannique Atomico. 400 Mds\$ de valorisation se sont donc évaporées en l'espace d'une petite année. Autant dire que les VCs échaudés par le dégonflement de la bulle ne sont pas très enthousiastes à l'idée de remettre au pot pour un énième tour. Les annonces de licenciement des licenciers stars qui ont été acculées à réduire la voilure ont d'ailleurs défrayé la chronique, d'abord outre-Atlantique puis sur le continent européen. Depuis le début de l'année, plus de 14 000 employés de start-up européennes ont perdu leur emploi, ce qui représente 7 % de tous les licenciements tech dans le monde. Trois ans après avoir été propulsée licorne avec une levée de 230 M\$, la start-up spécialisée dans la sous-traitance photographique



© FRANCK DUNOUAU

▲ Franck Sebag, associé en charge du secteur Fast Growing Companies chez EY.



DR

▲ Joanna Rousselet, associée de l'administrateur judiciaire Abitbol & Rousselet

Meero a annoncé fin 2022 le licenciement de 72 salariés, un changement de p-dg et de business model pour espérer se rétablir d'un « covid long » qui a brisé son élan de croissance. D'autres ont au contraire boosté leur activité grâce à la crise sanitaire, mais se sont cassé les dents depuis, comme le pionnier français du circuit court alimentaire « La Ruche qui dit Oui ! » qui vient d'annoncer une refonte de sa stratégie et une cinquantaine de licenciements, soit la moitié de ses salariés.

Procédures amiables

Mais parfois, il ne suffit pas de couper dans les effectifs et réduire les coûts pour retrouver une bulle d'oxygène. S'il reste encore insuffisamment connu des dirigeants de start-up, l'arsenal des procédures préventives peut être un recours salvateur pour peu que les jeunes pousses s'en saisissent à temps. « Il y a une récente prise de conscience de l'écosystème des start-up de l'intérêt des procédures amiables pour

anticiper les difficultés », se félicite Joanna Rousselet, de plus en plus sollicitée pour faire de la pédagogie dans les pépinières et autres incubateurs. « Les dossiers de start-up sont généralement peu adaptés aux procédures de redressement judiciaire et sauvegarde car elles ont un besoin vital de new money », poursuit l'administratrice judiciaire. Si l'état de la trésorerie n'est pas trop dégradé, les procédures amiables, et la conciliation en particulier, plus rapide que le mandat *ad hoc* tout en préservant la confidentialité du dossier, sont en mesure de trouver des solutions de financement et de négocier des accords avec les actionnaires. Plutôt que de perdre entièrement leur mise en précipitant la faille de leur participation, les VCs peuvent ainsi se laisser convaincre de remettre au pot sous forme de « bridge » protégé par un privilège de « new money » en attendant que l'entreprise soit en mesure d'organiser un nouveau tour de table.

« La conciliation offre une multitude d'instruments, plaide Joanna Rousselet. Elle permet de négocier un moratoire fiscal et social avec les créanciers publics, de lever des financements adossés aux stocks quand l'entreprise en dispose, et surtout pour une start-up qui s'appuierait sur une R&D importante, le paiement immédiat du Crédit Impôt-Recherche que la loi prévoit dès l'ouverture de la conciliation. »

Le plan de cession en dernier recours

Même si elle n'est pas spécifiquement adaptée aux particularités de ces jeunes pousses parfois sans revenus, la boîte à outils du système de prévention français a fait ses preuves dans la recherche de solutions pérennes quand le modèle de développement est viable. « Ce qui manque surtout, ce sont des acteurs capables d'apporter des financements aux start-up en difficultés », déplore Joanna Rousselet. Faute de fonds de retournement dédiés, les industriels

restent la seule piste d'adossement quand les VCs historiques jettent l'éponge, mais leurs process de décision sont trop longs pour secourir une entreprise exsangue et à court de cash dans les trois mois. Le plan de cession peut alors devenir la seule issue pour sauver l'activité de l'entreprise délestée de sa dette. Ce fut le cas pour la ferme urbaine Agricoool, qui cultive fraises, salades et herbes aromatiques dans des conteneurs en Seine-Saint-Denis, placée en redressement judiciaire début 2022 et reprise pour 50 000 € en juin dernier par Vif Systems, une société lyonnaise qui conçoit des containers, fermes et armoires de culture, alors qu'elle avait levé plus de 35 M€ depuis sa création en 2015. Ou encore de l'ancienne pépite de l'internet par les objets Sigfox qui a levé 277 M depuis sa création en 2010, et dont les actifs ont été repris au printemps par le singapourien UnaBiz pour 3,3 M€...

[HOUDA EL BOUDRARI

**Sauver des entreprises, le quotidien exigeant
mais exaltant des administrateurs judiciaires**

Les Echos Start

5 janvier 2023

ABITBOL &
ADMINISTRATEURS JUDICIAIRES
ROUSSELET

DANS LES COULISSES

Sauver des entreprises, le quotidien exigeant mais exaltant des administrateurs judiciaires

Ils ne sont que 157 en France. Des professionnels de l'urgence qui se retrouvent à la tête d'entreprises pour aider leur dirigeant à redresser la barre et éviter la défaillance. Les administrateurs judiciaires reprennent tantôt le pilotage de grands groupes pris dans un scandale ou de start-up à court d'argent frais. Plongée dans le quotidien de ces sauveurs (ou liquidateurs) qui font face à une recrudescence d'entreprises en difficulté.



De gauche à droite : Paul-Henri Audras, Alexandre Bonetto et Joanna Rousselet. (D.R.)

Par **Florent Vairet**

Publié le 5 janv. 2023 à 17:30 | Mis à jour le 6 janv. 2023 à 16:08

Administrateur judiciaire. Un nom sévère pour une mission palpitante. « *On est les urgentistes des entreprises* », explique d'emblée Alexandre Bonetto, administrateur judiciaire de 34 ans. « *Quand on les reçoit, on sait qu'elles sont malades mais on ne connaît pas alors l'étendue des dégâts. On dresse un diagnostic avec les informations que le dirigeant veut bien nous donner, sachant qu'il est plus ou moins lucide sur la situation.* »

Et le professionnel de filer la métaphore médicale : « *A l'issue de cet audit, deux options : soit on pose un plâtre, on entame une procédure légère dite à l'amiable, soit on lance une chirurgie lourde, et on déclenche une procédure collective avec un gel des dettes et une mise sous protection de l'entreprise par le tribunal de commerce.* »

Dans le premier cas, l'administrateur a un rôle de conseil amélioré. Le dirigeant reste le seul maître à bord et a simplement besoin d'un tiers médiateur/négociateur pour gérer un problème avec d'autres parties prenantes. **Orpea, le gestionnaire d'Ehpads privés, a par exemple sollicité cette procédure amiable préventive pour diviser sa dette de moitié et**

réinjecter du capital à la suite du scandale suscité en janvier 2022 la parution du livre enquête « Les Fossoyeurs » qui accusait le groupe de maltraitance.

Dans le cas de la procédure collective, les choses vont déjà très mal et l'administrateur judiciaire dispose de plus de pouvoirs. Il peut aller jusqu'à remplacer le dirigeant. Son objectif : redresser l'entreprise avec des mesures fortes. Ce patron bis inspecte alors la boîte de fond en comble, cherche à comprendre pourquoi cette marge-ci est trop faible ou cette masse salariale-là trop élevée par rapport à la concurrence. « *Ensuite, on construit la restructuration, souvent avec le dirigeant qui reste celui qui connaît le mieux son entreprise* », précise Alexandre Bonetto qui s'est par le passé penché sur le dossier SNCM, la Société nationale maritime Corse-Méditerranée placée en redressement judiciaire puis rachetée en 2015.

Ferrailler avec les banques pour restructurer la dette

Joanna Rousselet, 36 ans, s'est, elle, récemment attelée à restructurer l'entreprise Pierre & Vacances. Dix-huit mois de travail acharné pour éviter le dépôt de bilan de ce mastodonte du tourisme qui était cruellement en recherche de capitaux et qui fait travailler une myriade d'entreprises.

Une fois le dossier en main, les journées de cette administratrice judiciaire ressemblent à une enfilade de réunions, « *avec des centaines de personnes* », surtout de redoutables banquiers auprès de qui elle doit renégocier la dette. « *Il fallait avoir le coeur bien accroché, confie-t-elle aujourd'hui. On devait faire correspondre leurs demandes avec celles des nouveaux investisseurs qui posaient des conditions drastiques de désendettement pour accepter d'investir.* » Un travail qui a porté ses fruits, l'entreprise française a été sauvée de la faillite.

Comme le montre ce dossier, le rôle de l'administrateur judiciaire est de mettre tout le monde autour de la table pour trouver une solution. Et ses pouvoirs sont parfois grands. Forts d'un mandat du tribunal, il peut contraindre des fournisseurs, apeurés par la situation financière de leur client, à ne pas interrompre les livraisons, et ainsi éviter d'empirer la situation. De même avec les dettes. Il contraint les banques à ne pas réclamer les mensualités de remboursement de prêts sur une période donnée. Une procédure puissante qui permet aux entreprises malades de sortir la tête de l'eau sans être lâchée par leurs partenaires.

Les défaillances d'entreprises qui vont s'accélérer en 2023

En 2022, les administrateurs judiciaires ne se sont pas tourné les pouces. Les procédures préventives (celles sollicitées par les dirigeants eux-mêmes) ont progressé de 21 % sur un an. Les procédures collectives (ordonnées par le tribunal) ont, elles, bondi de 43 %. Une explosion en grande partie due au contexte économique français : « *Avec la fin du 'quoi qu'il en coûte' gouvernemental et les prêts garantis par l'Etat qui entrent dans leur phase de remboursement, le taux d'entreprises en difficulté devraient continuer à remonter dans les prochains mois* », analysait en novembre dernier Paul-Henri Audras, administrateur

judiciaire de 34 ans intervenu dans des dossiers médiatiques tels que Tati, Fauchon ou Ascoval.

Un pronostic confirmé ce 4 janvier par la Banque de France qui annonce dans Les Echos que les défaillances d'entreprises ont progressé l'an dernier de 48 %. Ce niveau reste inférieur de 20 % à celui de 2019 mais les experts anticipent **une accélération des défaillances en 2023**.

Secret autour de la procédure préventive

Quand un dirigeant sollicite une procédure préventive, il bénéficie d'une confidentialité totale. Même la presse, d'après un arrêt de la Cour de cassation, n'a pas le droit de diffuser l'information. Le risque est d'effrayer clients, fournisseurs, salariés et créanciers et d'accentuer les difficultés de l'entreprise alors qu'à ce stade, la situation est bien souvent récupérable.

Ces derniers mois, les administrateurs judiciaires constatent une autre tendance : le nombre accru des startuppeurs qui se retrouvent dans leur bureau. En cause : le retournement de la conjoncture, la fin de l'argent peu cher (avec la hausse des taux d'intérêt, il est plus difficile et coûteux d'emprunter) et des levées de fonds plus difficiles à boucler. « *On observe donc le retour des banques dans les tours de financement, or les banques sont plus exigeantes que les fonds d'investissement* », décrypte Emmanuel Laverrière, avocat associé spécialisé en restructuration des entreprises en difficulté.

« *Des start-up se retrouvent en situation de trésorerie tendue et finissent chez nous pour être mises sous une bulle de cash, acheter du temps pour pouvoir trouver de nouveaux investisseurs* », commente Paul-Henri Audras. Agricoool, Prêt à Pousser, Sigfox, Ma Jolie Candle... Autant de start-up placées en 2022 en procédure collective.

LIRE AUSSI :

- **A défaut de lever de fonds, les start-up les plus matures se tournent vers la dette**
- **Levées de fonds : les start-up africaines battent un nouveau record**

Si l'on regarde de plus près les chiffres des procédures préventives (celles qui sont confidentielles) publiées par le Conseil national des administrateurs judiciaires et mandataires judiciaires, les petites entreprises (entre 1 et 50 salariés) sont celles dont la présence augmente le plus. Et la conjoncture n'explique pas tout. « *Ce type de procédure s'est démocratisé depuis quatre ou cinq ans. Et c'est tant mieux car aller chez le médecin une fois qu'on est archi-malade, c'est trop tard* », ajoute Joanna Rousselet. Les administrateurs judiciaires interviewés se félicitent de la multiplication de ces procédures qu'ils jugent « *très efficaces* ».

Quand le sauveur laisse place au liquidateur

Le taux de réussite de ces opérations de sauvetage, tous types de procédures confondues, atteindrait 75 à 80 %, selon Paul-Henri Audras. Mais hélas, la faillite est parfois inévitable. L'administrateur judiciaire doit alors procéder à la cession de l'entreprise. Pour cela, il faut valoriser tous ses actifs, des brevets aux machines en passant par la marque. Le nom « XL Airways » de feu-la compagnie aérienne avait ainsi été cédé pour 686.000 euros au moment de sa faillite.

Ces administrateurs judiciaires, qui ne sont que 157 dans toute la France, doivent aussi bien savoir redresser des centres de loisirs que liquider une compagnie aérienne. Se pose alors la question de leur légitimité. D'autant plus quand ils n'ont que 34 ou 36 ans. Précisons pour commencer qu'ils débutent leur carrière en tant que collaborateur dans une étude d'administrateur judiciaire, souvent après des études de finance, de droit et/ou de commerce, auprès d'associés qui ont, eux, l'expérience et le titre d'administrateur judiciaire.

Et tous le disent, le secret de la profession reste la pratique. *« Quand on est collaborateur, il faut manger un maximum de dossiers pour apprendre et comprendre seulement au bout de quelques années de quoi on parle »*, témoigne Alexandre Bonetto. Et avant de passer au grade d'administrateur, les candidats ont l'obligation de faire un stage en cabinet d'au minimum trois ans avant de passer l'examen.

« On ne sait pas tout sur tout mais... »

La technicité légitime également la crédibilité, ajoute Paul-Henri Audras. Finance, commerce, droit, autant de domaines à maîtriser pour pouvoir remplacer un dirigeant sur les volets commercial, financier ou des ressources humaines. *« On ne sait pas tout sur tout mais on dispose d'un niveau suffisant sur chacun de ces sujets pour être capable d'aller chercher l'information et prendre des décisions »*, enchérit Alexandre Bonetto.

Par ailleurs, dans le cas d'une restructuration d'un grand groupe, l'administrateur juridique n'est pas seul aux manettes. Le top management dispose souvent de conseils autour de lui. *« On participe à la réflexion commune en apportant notre éclairage, mais on est moins en première ligne comme dans le cas d'une petite structure, chez un artisan, une pharmacie ou une PME par exemple »*, clarifie Alexandre Bonetto.

Deux examens pour devenir administrateur judiciaire

Pour passer de collaborateur à administrateur judiciaire, il faut réussir un examen. Et même deux. Celui d'entrée est composé de plusieurs épreuves de droit et d'une de contrôle de gestion. Celui de sortie, après les trois ans de stage, est composé du rapport de stage, d'un cas pratique, de droit, de gestion d'un cabinet, de culture économique et de déontologie.

En plus de l'expérience et la technique, il faut un caractère. *« On doit savoir concilier, nouer des liens, faire des suspensions de séance et taper du poing sur la table quand c'est nécessaire pour dire qu'à ce moment précis, on est tous en train de se planter. Ou dire aux créanciers que leur position n'est pas légitime »*, raconte d'expérience Joanna Rousselet.

Une posture d'autorité loin d'être incompatible avec le fait d'être une femme, qui plus est jeune, assure-t-elle. Enfin presque. A deux reprises, elle n'a pas obtenu un dossier car le dirigeant à épauler avait un certain âge et opérait dans l'industrie lourde. « *Il a considéré qu'une femme de 35 ans, ce n'était pas le meilleur profil.* » Mais d'ajouter : « *Dans l'immense majorité des cas, je n'ai aucun problème.* »

Des entreprises mais aussi des copropriétés et des successions

Joanna Rousselet a fini par être habitée par son métier. « *J'aime la finalité. On aide les entreprises, c'est-à-dire les dirigeants, les actionnaires, les salariés, les fournisseurs.* » « *Le côté social, c'est ce pourquoi je me lève le matin,* précise pour sa part Paul-Henri Audras. *Notre objectif est de maintenir l'activité et les salariés, parfois dans des zones d'emplois sinistrées.* »

A savoir qu'on ne devient administrateur judiciaire pas seulement pour aider les entreprises, mais aussi les particuliers. Il y a ceux qu'on appelle les civilistes qui interviennent dans le cas d'une copropriété immobilière à la dérive, dans une indivision ou une succession problématique. Ils sont néanmoins une poignée, 95 % des administrateurs judiciaires sont commercialistes.

Combien gagnent-ils ?

Un administrateur judiciaire gagne en moyenne 110.357 euros bruts par an, soit un salaire de 9.196 euros bruts par mois, d'après le site « *fiches-droit* » spécialisé dans les études juridiques. Mais certains peuvent gagner jusqu'à 500.000 euros par an. Pour les administrateurs judiciaires salariés au sein d'une étude, le salaire minimum est de 6.000 euros bruts par mois. Pour ce qui est d'un collaborateur doté de deux ou trois ans d'expérience, sa rémunération d'entrée est comprise entre 3.000 et 3.500 euros par mois.

Florent Vairet

Bilans de rentrée : quels enseignements un an après l'entrée en vigueur de l'ordonnance de transposition de la directive européenne « restructuration et insolvabilité » et six mois après les premières restructurations de Prêts garantis par l'Etat ?

Fusions & Acquisitions

Septembre 2022

BILANS DE RENTRÉE :

QUELS ENSEIGNEMENTS UN AN APRÈS L'ENTRÉE EN VIGUEUR DE L'ORDONNANCE DE TRANSPOSITION DE LA DIRECTIVE EUROPÉENNE « RESTRUCTURATION ET INSOLVABILITÉ » ET SIX MOIS APRÈS LES PREMIÈRES RESTRUCTURATIONS DE PRÊTS GARANTIS PAR L'ÉTAT ?

*par Celine Domenget-Morin, Partner, Goodwin,
et Joanna Rousselet, Administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet*



Celine Domenget-Morin



Joanna Rousselet

L'année 2022 aura jusqu'à présent vu tout à la fois les premières mises en œuvre de l'ordonnance ayant transposé dans notre droit la directive européenne dite « restructuration et insolvabilité » et les premières restructurations de Prêts garantis par l'Etat (PGE) alloués à partir du mois de mars 2020.

Prise sur le fondement de la loi PACTE pour la transposition de la directive « restructuration et insolvabilité » du

20 juin 2019, l'ordonnance n°2021-1193 du 15 septembre 2021 a introduit un changement fondamental de paradigme dans le droit français des entreprises en difficulté, en modifiant le rapport de force entre débiteur, créanciers et actionnaires d'une part, et entre les créanciers d'autre part.

En parallèle, les sociétés ayant contracté des PGE à partir du mois de mars 2020 et ayant bénéficié d'une franchise

de remboursement de deux ans ont dû faire face aux premières échéances de remboursement, ce qui a nécessité, pour plusieurs d'entre elles, de les aménager.

A l'heure de cette rentrée, il est possible de dresser un premier bilan de ces deux mouvements d'envergure dans le monde du *restructuring*, pour en tirer des enseignements pour l'avenir, à la lumière aussi du dossier emblématique Pierre & Vacances, qui a consacré la première conversion en capital de PGE et qui a été l'occasion de l'une des premières mises en œuvre de l'ordonnance du 15 septembre 2021.

1. Premiers bilans de l'ordonnance n°2021-1193 du 15 septembre 2021

Pour rappel, l'ordonnance du 15 septembre 2021 ayant transposé la directive européenne dite « restructuration et insolvabilité » a apporté des changements significatifs à notre droit des entreprises en difficulté, quoique moins nombreux que dans d'autres droits européens puisque le droit français a largement servi d'exemple à l'élaboration de la directive européenne.

Si les dossiers qui verront la constitution de classes de parties affectées pour la mise en œuvre notamment du mécanisme de cross-class cram-down resteront vraisemblablement peu nombreux à l'échelle de l'ensemble des procédures collectives, ils seront emblématiques.

Surtout, cette réforme induit des changements importants dans la philosophie de notre droit, puisqu'elle consacre une appréciation plus économique des droits des créanciers, en rééquilibrant par ailleurs les pouvoirs des parties prenantes, les créanciers, réunis en classes de parties affectées, étant en mesure, sous conditions, de passer outre l'opposition de créanciers et d'actionnaires qui n'ont plus d'intérêt économique au sauvetage de l'entreprise en sauvegarde et en redressement judiciaire. Le sacro-saint principe d'égalité de traitement des créanciers, qui restera valable pour l'immense majorité des dossiers, n'est plus de mise dans les classes de parties affectées, puisque chaque classe peut se voir proposer un traitement différent, les créanciers des classes qui disposent des meilleures garanties doivent être payés en priorité et les classes les plus seniors peuvent imposer des abandons aux créanciers les plus juniors, voire, sous certaines conditions, aux actionnaires eux-mêmes.

Le principal effet de cette ordonnance est sans aucun doute de favoriser les accords entre débiteur et créanciers, tant la constitution des classes et la validation des conditions qui prévalent à une application forcée interclasses pouvant faire l'objet de lourds contentieux que personne n'a intérêt à voir émerger. L'un des premiers bilans pouvant être tiré un an après l'entrée en vigueur de l'ordonnance du

15 septembre 2021 est d'ailleurs que les cas de recours aux classes de parties affectées pour forcer le vote d'un plan sont encore très peu nombreux, ce qui démontre bien, comme dans le cas Pierre & Vacances décrit ci-après, que le principal intérêt de cette réforme est de favoriser des accords.

Les premières applications pratiques de l'ordonnance n°2021-1193 du 15 septembre 2021 ont par ailleurs révélé quelques imperfections du texte pouvant être rapidement corrigées. A titre d'illustrations, nous avons retenu les trois exemples suivants.

La notion de parties affectées et de créances affectées

La notion de parties affectées introduite par l'ordonnance du 15 septembre 2021 est centrale, à tous les stades de la procédure : établissement de la liste des créances par le débiteur, détermination des classes, périmètre des effets de la procédure de sauvegarde accélérée... ce qui implique que certaines ambiguïtés ou incertitudes soient corrigées dans un souci de sécurité juridique.

Ainsi, il peut résulter soit du plan, soit d'une situation juridique particulière, telle qu'une fiducie-sûreté bénéficiant à certains financements et non à tous les financements consentis par un créancier, qu'une partie soit considérée comme affectée sans que l'intégralité de ses créances ne soit affectée par le plan. Cette distinction doit être introduite dans le texte. Elle sera utile, notamment dans l'hypothèse d'une sauvegarde accélérée où le plan, fruit de la négociation intervenue pendant la procédure de conciliation, est connu dès l'ouverture de la procédure. Elle permettra, par exemple, de clarifier l'obligation reposant sur le débiteur d'établir la liste des créances de chaque partie affectée.

Le périmètre des effets de la sauvegarde accélérée

Nouveauté de la réforme du 15 septembre 2021, le périmètre de la sauvegarde accélérée ne dépend plus de la nature de la créance mais uniquement des termes du plan discuté en amont lors de la procédure de conciliation qui l'a précédé. Pour autant il reste certaines ambiguïtés devant être clarifiées quant aux effets de cette procédure sur les parties non affectées par le plan. Ainsi, le régime des contrats en cours, protecteur pour le débiteur, semble s'appliquer à tous les cocontractants sans aucune distinction. Si l'impossibilité de résilier un contrat en cours du fait de l'ouverture de la sauvegarde accélérée doit rester d'application générale, seuls les contrats en cours pour lesquels le plan prévoit d'affecter une créance issue dudit contrat devraient bénéficier de l'interdiction de résiliation du contrat au titre de manquements contractuels antérieurs à la procédure.

Clarification de la notion de détenteur de capital

En retenant une définition assez large de détenteur de capital qui recouvre non seulement les actionnaires mais également tous les titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital, et en leur appliquant le même régime, le législateur a offert aux titulaires d'obligations convertibles en actions ou remboursables en numéraire ou en actions, qui sont des créanciers avant l'exercice de la conversion, la même protection dans le cadre d'une application forcée interclasses que les actionnaires. Ainsi sauf à démontrer qu'ils sont complètement en dehors de la monnaie, ils sont protégés contre une application forcée interclasses. Cette condition additionnelle les place dans une position plus favorable que les autres créanciers, leur donnant potentiellement un droit de veto sur le plan. Telle n'était sans doute pas l'intention du législateur. Ils devront donc être exclus de la définition des détenteurs de capital tant qu'ils ont la qualité de créanciers.

Au-delà, les premières procédures de sauvegarde ou de sauvegarde accélérée sont venues alimenter le débat suscité par la réforme sur les choix du législateur quant aux nouveaux équilibres entre les différentes parties prenantes.

Par exemple, seul le débiteur pouvant présenter un plan en sauvegarde, faut-il attendre douze mois de période d'observation, si aucun plan n'a pu être voté par les classes de parties affectées et devoir nécessairement convertir la procédure en redressement judiciaire pour que des plans alternatifs puissent être proposés par les membres de classes de parties affectées ?

Les créanciers bénéficiant d'un privilège général mais non de sûretés réelles peuvent-ils imposer seuls un plan dans le cadre d'une application forcée interclasses ?

La composition des créanciers au sein des classes de parties affectées doit-elle prendre en compte la valeur des actifs grevés de sûretés ? Il nous semble sur ce point que si l'idée peut paraître séduisante, elle n'est cependant pas dénuée de coûts si chaque actif doit faire l'objet d'une valorisation et de risque de contentieux associés, et viendrait complexifier à l'excès les procédures.

Enfin, le plan présenté par le débiteur peut-il éviter toute atteinte aux droits des détenteurs de capital, les tenant en dehors de toute classe de partie affectée, tout en imposant, par l'application forcée interclasses, des abandons de créances ?

2. Premiers bilans des restructurations de PGE

Le régime initial du PGE reposait sur le choix donné à l'emprunteur à l'issue d'une période de franchise d'un an, d'opter pour un remboursement sur une période allant

jusqu'à cinq ans, à condition de ne pas dépasser une durée maximale de six ans.

Deux arrêtés successifs en date du 8 juillet 2021 et du 19 janvier 2022 sont venus préciser les conditions de réaménagement des PGE consentis et leurs conséquences sur la garantie consentie par l'Etat.

L'arrêté du 8 juillet 2021 a introduit la possibilité de restructurer les PGE au-delà de 6 ans, avec maintien de la garantie de l'Etat à hauteur de la quotité garantie initialement, sous réserve que cette restructuration intervienne dans le cadre d'une procédure de conciliation ou d'une procédure collective, sans qu'une novation des obligations des parties n'intervienne, et ce afin de s'assurer d'un traitement équitable et équilibré des restructurations de PGE.

A l'inverse, s'agissant des restructurations de PGE intervenant en dehors de toute procédure ou en mandat ad hoc, la garantie de l'Etat n'a plus vocation qu'à couvrir les pertes actuarielles subies par le prêteur du fait d'une durée totale du PGE restructuré dépassant 6 ans depuis la mise à disposition des fonds. Le même traitement s'applique en cas de restructurations de PGE conduisant à une novation. Dans ces deux hypothèses, l'indemnisation du prêteur intervient dès la conclusion de l'accord de restructuration et marque la fin de la garantie de l'Etat.

Si L'Etat ne bénéficie pas d'un recours subrogatoire après indemnisation des prêteurs, l'arrêté du 8 Juillet 2021 a introduit le principe d'un partage avec l'Etat, sous la forme d'une obligation de reversement, en cas d'indemnisation du ou des prêteur(s), des fruits d'une clause de retour à meilleure fortune ou des produits de la cession d'actifs que le ou les prêteur(s) obtiendraient à la suite d'une restructuration d'un PGE.

L'arrêté du 19 janvier 2022 est venu compléter le précédent afin de permettre les restructurations complexes de PGE sans atteinte de la garantie : conversion en capital, abandon ou conversion d'une partie seulement du PGE.

Ainsi, pour autant que la restructuration du PGE ait lieu dans le cadre d'une procédure de conciliation ou d'une procédure collective, la partie du PGE abandonnée ou convertie en capital est indemnisée à hauteur de la quotité garantie à titre d'indemnisation finale et ce dès la conclusion de l'accord de restructuration.

La garantie de l'Etat sur l'éventuel solde du PGE est quant à elle maintenue inchangée.

Dans l'hypothèse particulière de la conversion en capital, les prêteurs, qui reçoivent les titres dans le cadre de la souscription à une augmentation de capital par compensation, peuvent aménager l'obligation de reversement dont

l'Etat bénéficie après avoir indemnisé les prêteurs en cas de cession ultérieure des titres issus de la conversion, dans le cadre d'une fiducie au sein de laquelle sont transférés lesdits titres dans l'attente de cette cession.

Les premiers retours d'expérience des renégociations des PGE permettent par ailleurs de tirer deux enseignements pratiques majeurs devant conduire, pour l'efficacité pleine de la souplesse du dispositif voulu par les arrêtés du 8 juillet 2021 et du 19 janvier 2022 qui ont modifié l'arrêté du 23 mars 2020, à des changements souhaitables.

En premier lieu, il est apparu que la sollicitation des établissements bancaires pour réaménager les échéances de remboursement des PGE en augmentant, au-delà des 6 ans réglementaires, la durée du remboursement conduisait les banques, dans le respect de leurs obligations, à effectuer des signalements à la Banque de France, lesquels peuvent conduire à la dégradation de la notation de la société et, en conséquence, à la dégradation de la couverture d'assurance-crédit et des délais de paiement fournisseurs.

Il devrait au contraire être prévu une exception pour que les établissements bancaires, toujours dans le cadre d'une procédure de conciliation (articles L.611-4 et suivants du code de commerce) et a fortiori dans des cas où la société n'est pas en cessation des paiements, n'aient pas l'obligation d'effectuer un signalement lorsqu'il ne s'agit que de rallonger la durée du PGE pour réduire les échéances de remboursement. Ainsi, en faisant application de l'arrêté du 8 juillet 2021 permettant d'allonger la durée de remboursement des PGE au-delà de la durée de principe de 6 ans, il ne serait pas couru le risque d'une réduction concomitante des délais de paiement fournisseurs aux conséquences potentiellement très significatives.

De façon plus générale d'ailleurs, il serait également très utile qu'il soit clairement établi par les autorités compétentes que l'ouverture d'une procédure de conciliation sans état de cessation des paiements ne constitue pas un cas de défaut d'exécution des contrats de prêt, quels qu'ils soient, au sens des accords de Bâle III.

Par ailleurs, les 6 derniers mois ont montré que bon nombre de sociétés, de toutes tailles, sont concernées par la nécessité, dans le cadre d'une procédure de conciliation, d'allonger la durée de remboursement des PGE, sans nécessairement qu'elles ne fassent preuve de difficultés majeures autres. Pour faire face à cet afflux de dossiers, il serait utile qu'en deçà d'une certaine taille de société et/ou d'un encours de PGE, le traitement par les établissements bancaires des demandes de réaménagement soit davantage automatisé. La pratique pourrait ainsi utilement prévoir, sous ces conditions de seuils, que dès lors que des prévi-

sions d'activité et de trésorerie, validées par un expert-comptable, sont produites et démontrent à la fois le besoin de réaménagement et la capacité de la société à faire face aux échéances réaménagées sur une durée d'au plus 10 ans, et dès lors que le bienfondé et la pertinence de la demande ont fait l'objet d'une vérification et d'une validation par le conciliateur en charge du dossier, les établissements bancaires acceptent tous de façon automatique la même demande de réaménagement, sans nécessité d'organiser plusieurs réunions et de procéder à des négociations.

Il apparaît d'autant plus important de résoudre ces difficultés que le réaménagement des échéances de remboursement des PGE pourrait constituer une solution très utile de gestion de la trésorerie pour un grand nombre d'entreprises dans le contexte actuel, et sûrement durable, d'une dégradation sensible de l'accès aux diverses sources de financement.

Illustration : le cas Pierre & Vacances

Le dossier Pierre & Vacances a été l'occasion de la mise en œuvre, pour la première fois, d'une conversion d'un PGE massif, de 215 M€, en capital, ainsi que de la constitution de classes de parties affectées.

L'ensemble de la restructuration, qui organise un apport de 200 M€ de fonds propres, la conversion en capital de 552 M€ de dettes non sécurisées, en ce compris 215 M€ de PGE, le remboursement en numéraire de 160 M€ de dettes financières et le refinancement de l'endettement financier résiduel pour 302,5 M€, a été négocié dans le cadre de procédures préventives et mis en œuvre, pour partie, dans le cadre d'une procédure de sauvegarde accélérée ayant conduit à la constitution de classes de parties affectées.

S'agissant de la conversion en capital des 215 M€ de PGE, les établissements prêteurs ont accepté de souscrire à des actions à bons de souscription d'actions (ABSA) par compensation avec leurs créances. Si la conversion intervenant dans le cadre d'une procédure visée par l'arrêté du 19 janvier 2022 est un événement déclenchant l'indemnisation définitive et finale des banques, celle-ci fait naître une obligation de reversement au profit de l'Etat des produits de cession des titres ainsi reçus, laquelle sera organisée dans le cadre d'une fiducie gestion. Cette solution permet aux banques d'être traitée de manière identique à l'hypothèse plus classique de l'abandon tandis que l'Etat bénéficie d'une clause de retour à meilleure fortune au titre de sa garantie.

S'agissant des classes de parties affectées, cinq classes ont été constituées, en considération tant de la situation des différentes parties affectées à l'ouverture de la procédure

que de critères objectifs justifiant l'existence d'une communauté d'intérêt économique suffisante entre les membres d'une même classe et d'un traitement égalitaire au sein d'une même classe. Les créanciers au titre du PGE, bien que chirographaires, ont ainsi été réunis dans une classe réservée à ces créanciers, en raison du bénéfice de la garantie de l'Etat à hauteur de 90% des sommes dues par Pierre & Vacances SA, ce qui différencie leur intérêt économique de celui des autres créanciers chirographaires affectés par le projet de plan et exposés à 100% de leurs concours. Les autres créanciers chirographaires ont été réunis en deux classes distinctes suivant s'ils ne détenaient que des créances chirographaires ou pour partie des créances chirographaires et pour partie des créances bénéficiant d'une fiducie-sureté. Afin de respecter le texte en son état actuel, les détenteurs d'ORNANE ont été réunis au sein d'une classe de détenteurs de capital, mais distincte de celle réunissant les actionnaires en l'absence de communauté d'intérêt économique suffisante.

Le plan de sauvegarde accélérée, approuvé par toutes les classes de parties affectées le 8 juillet 2022 (la majorité des deux tiers requise par l'article L.626-30-2 du code de commerce étant atteinte dans chacune des classes), a été arrêté le 29 juillet 2022 par le Tribunal de commerce de Paris.

Toutefois, la constitution des classes n'a pas été justifiée par la nécessité de forcer, par le mécanisme du cross-class cram-down le plan de restructuration projeté, mais par la nécessité de pouvoir identifier tous les porteurs d'un titre de dette et de leur appliquer, au sein d'une même classe, ce plan. Car le plan de désendettement massif et de renforcement des fonds propres avait recueilli, avant l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée, l'accord de la quasi-totalité des créanciers financiers de la société Pierre & Vacances SA, et c'est en partie une illustration de la considération selon laquelle le principal effet de l'ordonnance du 15 septembre 2021 est de favoriser encore davantage des accords négociés dans le cadre des procédures amiables.

#Actu : Entreprises en difficulté, nouvelles tendances de fond

Mayday Mag

19 avril 2022

#Actu : Entreprises en difficulté, nouvelles tendances de fond

19 AVRIL 2022



Malgré deux ans de crise sanitaire et économique, le premier Rapport Annuel de l'Observatoire des Données Economiques réalisé par le Conseil National des Administrateurs Judiciaires et des Mandataires Judiciaires (CNAJMJ) est publié sur la base de deux constats : une baisse historique des procédures collectives depuis le début de la crise sanitaire et l'utilisation croissante, par les PME, des procédures de prévention. Retour sur un bilan plus positif qu'attendu pour les entreprises françaises, qui retrace, de manière sectorielle et par région, les disparités économiques du territoire français.

Quelle est la situation des entreprises françaises en 2021 ? Les aides gouvernementales ont-elles eu les effets escomptés ? Quelles sont les sociétés les mieux immunisées contre les défaillances ? Qu'en est-il des restructurations : les entreprises sont-elles nombreuses à faire évoluer leur business model en sortie de crise ? Autant de questions auxquelles s'attache à répondre le premier Rapport annuel de l'Observatoire des Données Économiques publié par le Conseil National des Administrateurs Judiciaires et des Mandataires Judiciaires, le 13 avril 2022. Basé sur une nouvelle méthode d'obtention de la data, puisque toutes les données ont été collectées de manière automatique et régulière au sein des logiciels métiers des professionnels, ce rapport offre une vision extrêmement précise et fiable des données étudiées.

Un niveau de procédures historiquement bas résultant du « quoi qu'il en coûte » et de la diffusion des méthodes de prévention

27.103. C'est le nombre de procédures collectives ouvertes en France en 2021. Un niveau historiquement bas puisque l'Observatoire des Données Economiques enregistre une baisse de plus de 42,7% par rapport à son niveau de 2019, et de 3,8 % par rapport à 2020, une année qui constituait déjà le niveau historique le plus bas. Si cette évolution est directement liée à l'efficacité et à l'impact très puissants des mesures d'aides gouvernementales mises en place pour répondre à la pandémie, leur large couverture, a, une fois encore, fait mentir toutes les prédictions de vagues de faillites.

Ces procédures ont concerné au total 75.356 salariés. Sur la base des statistiques habituelles, on peut anticiper que ces procédures permettront de sauver les deux tiers de ces emplois.

Parallèlement, le volume d'ouvertures de procédures de prévention a, quant à lui, dépassé le chiffre des 5 000 procédures ouvertes (5 142 conciliations et mandats ad hoc en 2021). Cette progression, à l'œuvre depuis des années, est due au développement de la culture de la prévention dans les TPE et PME, qui rejoignent ainsi les PME et ETI, qui s'étaient de longue date approprié ces outils très efficaces, puisqu'ils aboutissent à une solution dans près de 80% des cas.

Le premier trimestre 2022 marque une légère reprise, mais qui reste très inférieure aux chiffres habituels

Le premier trimestre 2022 marque une légère reprise, avec 9.768 procédures collectives ouvertes (+9,2%), concernant au total 29.787 salariés. Si ce rythme se confirmait, le nombre de procédures collectives avoisinerait cette année les 35.000 et concernerait environ 100.000 salariés, soit des chiffres restant très inférieurs aux niveaux historiques moyens.

A l'inverse, les procédures de prévention, qui ont été beaucoup utilisées pendant la crise sanitaire, marquent le pas, avec 1.443 ouvertures (-5,4%).

Ce sont les mutations économiques, bien plus que les crises conjoncturelles, qui sont la cause des défaillances

Pour les experts judiciaires du CNAJMJ, au regard de l'ensemble des données collectées, une hausse très progressive des dossiers de restructuration pourrait se profiler dans les prochains mois. A terme, ils anticipent un retour à la normale.

La raison ? Les différentes mutations économiques auxquelles, statistiquement, certaines entreprises peinent à s'adapter, qu'il s'agisse de changements technologiques, de modification des modes de consommation, des évolutions de la réglementation, etc.

Parmi les marchés concernés, celui de la transition énergétique au sens large (voiture électrique, réduction des déplacements), de l'immobilier commercial ou encore de l'e-commerce. Pour Frédéric Abitbol, président du CNAJMJ, l'enjeu est désormais de « *les anticiper pour mieux les affronter et se tenir aux côtés des entreprises, dans l'intérêt supérieur de l'économie française* ».

Restructurer pour rester compétitif dans l'économie post-Covid

NextStep n° 11

Avril 2022

RESTRUCTURER POUR RESTER COMPÉTITIF DANS L'ÉCONOMIE POST-COVID

Malgré l'arrêt progressif de certains dispositifs de soutien aux entreprises, les défaillances de sociétés ont poursuivi leur chute en 2021. Selon la Banque de France, quelque 27285 défaillances ont été enregistrées, en baisse de 12,7 % par rapport à 2020. L'élection présidentielle devrait sans aucun doute repousser la reprise du marché du restructuring. Mais les dirigeants ne restent pas dans l'attente, les bras croisés et continuent à assainir leur bilan. Dans quelles conditions renégocient-ils aujourd'hui leurs dettes? Comment le feront-ils demain?

ANALYSE DU MARCHÉ par **Joanna Rousselet**, administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet, **Jacques Fineschi**, président du tribunal de commerce de Nanterre, et **Pierre-Alain Bouhénic**, associé du cabinet Brown Rudnick.

Comment le marché du restructuring a-t-il évolué en 2021?

Jacques Fineschi : L'année 2020 a été marquée par une baisse de 39 % des procédures collectives par rapport à 2019. En 2021, une nouvelle baisse de 13 % est intervenue de sorte qu'en 2 ans ces ouvertures ont diminué au total de près de 50 %. De plus, au sein du tribunal de commerce de Nanterre, que je préside, les procédures collectives concernent des sociétés de plus en plus petites. Certes, s'agissant des liquidations, les changements ne sont pas significatifs : en moyenne, continuent d'être concernés 1 à 2 salariés par entreprise. Mais s'agissant des sauvegardes et des redressements judiciaires, la moyenne des chiffres d'affaires et des effectifs concernés est en baisse. Les procédures préventives - mandats *ad hoc* et conciliations - ont connu en revanche une très forte augmentation en 2020 à Nanterre, puisque 115 procédures ont été ouvertes, soit 2,3 fois plus qu'en 2019, une situation relativement atypique par rapport aux autres tribunaux de commerce. Ces ouvertures ont touché un effectif de 39 000 salariés et un chiffre d'affaires de 13,6 Mds€, donc des entreprises de grande taille, généralement dotées d'une direction juridique ou d'un conseil juridique permanent. En 2021, nous avons ouvert 91 procédures portant, au total, sur 1,6 Md€ de chiffre d'affaires et 20 000 salariés. Un niveau qui est donc resté soutenu, même si la taille des entreprises concernées a baissé; toutefois aucune procédure n'a porté sur des TPE et les dossiers de PME





ont été rares. Ces dispositifs de prévention sont ouverts à toute entreprise. Pourtant, force est de constater que de nombreux freins perdurent, notamment chez les entreprises petites ou moyennes. Le premier est qu'en France, le dirigeant, prisonnier de son image d'omniscience, est supposé maîtriser toute situation difficile et toujours se montrer optimiste, au point d'être dans le déni par rapport à la situation réelle de l'entreprise. Un deuxième frein est que nombre de dirigeants sont dans l'incapacité d'apprécier et, a fortiori, d'anticiper la gravité de la situation, faute notamment d'outils prévisionnels adéquats. Un troisième frein est la méconnaissance des procédures préventives non seulement par les dirigeants mais souvent aussi par leurs conseils, avocats non spécialisés, experts-comptables, commissaires aux comptes. Un quatrième frein est la peur, souvent irraisonnée, du tribunal, vu comme l'institution qui liquide et sanctionne et non comme l'institution qui peut aider les entreprises à traiter leurs difficultés. Un dernier frein, enfin, est la crainte du « parcours du combattant » entre les nombreux organismes qui contribuent à la prévention alors que le dirigeant manque cruellement de temps.

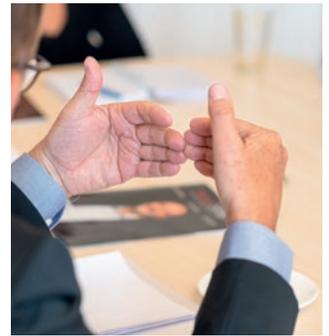
Les entreprises ont été soutenues par l'État durant la crise du Covid-19. Doit-on craindre les conséquences du remboursement des aides accordées ?

Joanna Rousselet : Au total, 240 Mds€ d'aides publiques Covid ont été débloquées, sous différentes formes : PGE, fonds de solidarité, prêts participatifs, chômage partiel, allègement de charges sociales et fiscales, etc. Elles ont été absolument indispensables et le gouvernement a effectué un travail remarquable dans un calendrier restreint. Elles ont néanmoins été poussées très loin, à tel point que les défaillances d'entreprises sont paradoxalement moins nombreuses depuis la crise sanitaire et

que nous assistons, dans certains cas, au phénomène d'entreprises dites 'zombies', c'est-à-dire maintenues artificiellement en vie. Le principal outil d'aides a été, de loin, le PGE. Il s'agit néanmoins d'un instrument de dette, contrairement au prêt participatif ou au fonds de solidarité, que les entreprises devront donc rembourser. Des outils existent néanmoins pour lisser la restructuration et le remboursement.

Pierre-Alain Bouhénic : Nous nous trouvons dans une situation totalement inédite en raison de la conjonction de facteurs de crises encore inexpérimentées. Au-delà de la crise sanitaire dont l'impact n'est pas encore mesuré (notamment l'explosion attendue de l'inflation et l'impact durable sur les modes de consommation) les entreprises doivent faire face à une crise des composants, aux conséquences de la guerre en Ukraine qui impactera l'approvisionnement en matières premières et leur coût (plus particulièrement celui de l'énergie) et, enfin, à la complication du marché de l'emploi avec la difficulté à laquelle sont confrontées les entreprises pour procéder aux recrutements nécessaires, tous profils confondus. Cette situation intervient dans un contexte où, après la crise sanitaire, les acteurs économiques disposent – grâce aux mesures mises en place – de liquidités mais sont, pour beaucoup d'entre eux, fortement endettés. Les mesures mises en place, notamment les PGE (143 Mds€ ont été tirés), ont permis d'éviter un cataclysme économique et social, mais en synthèse la réponse à une perte de chiffre d'affaires a été (en grande partie au moins) un financement qu'il faut désormais rembourser. La question du remboursement du PGE se pose à un moment où les entreprises pourraient avoir besoin de toutes leurs ressources pour faire face à la complexité de la situation. Or, leur capacité à injecter des financements est assez réduite car les banques ont désormais peu d'appétence pour prêter. Comment >

▲ Ci-dessus de gauche à droite : Jacques Fineschi, président du tribunal de commerce de Nanterre, Pierre-Alain Bouhénic, associé du cabinet Brown Rudnick, et Joanna Rousselet, administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet.



vont-elles être en mesure de faire face à cette situation totalement nouvelle ?

Jacques Fineschi : Si l'on considère 2019 comme une année « normale », on peut estimer que de mars 2020 à juin 2022, 54 000 entreprises de plus seraient venues en procédure collective s'il n'y avait pas eu de pandémie. Il y a donc eu un effet d'aubaine très clair à cette crise. Quatre facteurs sont en effet venus compenser la perte de cash-flow d'exploitation lié à la baisse d'activité : les mesures gouvernementales compensatoires comme celle de l'aide au travail partiel par exemple, l'étalement des dettes fiscales et sociales, les différents prêts et avances dont notamment le PGE, et la baisse du BFR consécutive à la baisse du chiffre d'affaires qui a généré de la liquidité. Ces facteurs ont créé une situation de trésorerie souvent très confortable ! Mais l'avenir s'annonce plus difficile car, dans les années qui viennent, non seulement l'entreprise devra faire face à ses engagements d'exploitation et à ses investissements habituels, mais elle devra aussi reconstituer son BFR, rembourser les dettes fiscales et sociales étalées ainsi que les prêts. Ces besoins de financement supplémentaires pourront peut-être dans un premier temps être épongés par la trésorerie artificielle créée, mais risquent de poser problème à plus ou moins court/moyen terme, de la même manière qu'une société en plan de redressement ou de sauvegarde n'a souvent aucune difficulté à assumer les échéances de son plan d'apurement du passif dans les premières années grâce à la trésorerie accumulée pendant la période d'observation, avant de connaître de nouvelles difficultés.

Pierre-Alain Bouhénic : La situation de trésorerie dans laquelle se trouvent les acteurs économiques est de fait artificielle et donne un effet trompe-l'œil. Les 143 Mds€ de PGE qui ont été tirés ont déjà été consommés à 60 % et en face de la situation cash dans laquelle elles se trouvent, les entreprises ont un niveau d'endettement important et un besoin de financement élevé destiné à procéder aux investissements qui n'ont pas été réalisés au cours des dernières années,

mais aussi à financer le BFR qu'appellera la reprise de l'activité. La situation est donc préoccupante et va se poser la question pour les entreprises de la façon dont elles vont reconstituer leur trésorerie. Le sujet de la consolidation des capitaux propres, c'est-à-dire de l'equity, sera donc au cœur des problématiques liées à la reprise.

Joanna Rousselet : Le marché de 2022 sera probablement encore atone et évoluera de façon plus dynamique plus certainement en 2023 ou 2024. Plusieurs facteurs peuvent néanmoins entraîner un travail en profondeur de restructuration dès 2022 pour nombre d'entreprises. La remontée des taux, l'inflation, les difficultés d'approvisionnement, la guerre en Ukraine, la hausse des coûts de l'énergie, les difficultés de recrutement et les revendications salariales dans le secteur de la restauration ou de la sécurité par exemple sont autant d'incertitudes économiques qui pèsent sur nos entreprises, et il est peu probable que l'État dispose de ressources suffisantes pour mener un plan de relance aussi ambitieux que celui de 2020. L'année 2022 correspond par ailleurs à l'expiration de la deuxième année de franchise des PGE mis en place en 2020 et qui vont donc devoir commencer à être remboursés dans les prochaines semaines et les prochains mois. Leur renégociation démarre donc dès à présent. Enfin, plusieurs secteurs font face à des changements majeurs de modèle économique, qui vont rendre nécessaires des investissements importants, par exemple dans le secteur automobile avec les voitures électriques et les voitures autonomes ou dans le retail avec le développement toujours croissant du e-commerce qui traduit des changements de consommation importants. Au total, les entreprises vont donc être confrontées au triple défi de faire face en même temps aux impacts toujours massifs de la crise sanitaire et, désormais, de la guerre en Ukraine sur leurs résultats, au remboursement du lourd endettement contracté pendant la crise sanitaire et au financement des indispensables dépenses d'investissement.

Pierre-Alain Bouhénic : Concernant les modalités de remboursement de ces PGE, il subsiste encore de nombreuses incertitudes

[JACQUES FINESCHI, PRÉSIDENT DU TRIBUNAL DE COMMERCE DE NANTERRE

« S'agissant de l'amélioration de la structure financière, sujet majeur car conditionnant la capacité d'emprunt et la capacité d'investir de l'entreprise, il n'y a pas de miracle : il faut renforcer les fonds propres. »



et les solutions apportées continuent à explorer le champ des possibles (abandon, capitalisation...) compte tenu du cadre réglementaire dans lequel ces concours s'inscrivent. La réponse à ces incertitudes devrait être réglementaire, mais également politique. Quoi qu'il en soit, la capacité à apporter des nouveaux fonds propres à ces entreprises sera l'enjeu essentiel en 2022 et 2023. La vraie question est l'attractivité pour les entreprises en difficulté.

Jacques Fineschi : Pour trouver de nouvelles sources de trésorerie, on pourrait assister à des changements de structure d'actionariat : l'arrivée d'investisseurs, la cession de la société... Mais s'agissant de l'amélioration de la structure financière, sujet majeur car conditionnant la capacité d'emprunt et la capacité d'investir de l'entreprise, il n'y a pas de miracle : il faut renforcer les fonds propres. Les prêts participatifs ou les conversions de créances en capital vont dans le bon sens. Le PGE pourrait constituer un véhicule en ce sens.

Joanna Rousselet : Le premier dossier de place de conversion d'une dette PGE en capital est en cours, avec la capitalisation d'un PGE de 220 M€. Dans un tel cas, la garantie de l'État est activée dès la conversion du PGE en capital et non pas seulement lors de la constatation de la perte finale au moment de la cession des actions. L'État ne bénéficie par ailleurs pas d'un mécanisme de subrogation mais d'un mécanisme de retour à meilleure fortune, les titres qui, juridiquement, restent la propriété des banques, devant être placés dans une fiducie, le produit de cession ultérieur devant économiquement revenir à l'État. Les cas de conversion de PGE en capital resteront néanmoins rares et réservés à des entreprises cotées, dont les titres sont liquides.

Pierre-Alain Bouhénic : La capitalisation reste, dans le cadre réglementaire actuel, un mécanisme qui ne devrait pas être généralisé. Il ne devrait concerner que des sociétés cotées (dont les titres sont liquides), ou en tout état de cause des sociétés d'une taille suffisante pour que la mise en œuvre d'un processus de cession puisse avoir un sens. Quoi qu'il en soit, cette solution

n'apporte qu'une réponse partielle au besoin financier des entreprises dont la situation d'endettement orientera la recherche vers les instruments de capitaux propres. La solution mise en place par l'État, les prêts participatifs, a été très rarement mise en œuvre dans la mesure où elle nécessitait une notation de 5, voire de 5+. Or, pour l'essentiel, les entreprises qui ont sollicité ces prêts ne répondent pas à cette condition. En synthèse, les solutions de capitalisation de la dette (au-delà du PGE) devraient constituer une voie privilégiée pour les entreprises qui ne sont pas en situation de financer le remboursement de leur dette qui devra en tout état de cause s'appuyer sur les solutions de renforcement des capitaux propres de ces sociétés. Le marché français reste toutefois assez peu mature sur l'investissement distress malgré l'arrivée de nouveaux acteurs.

Joanna Rousselet : Si la conversion des PGE en capital restera rare, l'arrêté du 8 juillet 2021 permet, lui, à toutes les entreprises de pouvoir, dans le cadre d'une procédure de conciliation, étaler, en accord avec les banques, le remboursement du PGE sur plusieurs années, et ce sans perte, pour les établissements bancaires, de la garantie de l'État. C'est un dispositif très intéressant, ouvert à toutes les sociétés, et qui permet des rééchelonnements significatifs des PGE.

Pierre-Alain Bouhénic : L'étalement du PGE constitue une solution également attractive pour les établissements de crédit car elle permet de sécuriser une dette non garantie en allongeant la durée d'un financement garanti par l'État.

Jacques Fineschi : Ce maintien de la garantie de l'État est applicable en cas d'étalement dans le cadre d'une conciliation, d'une procédure collective, et même dans le cadre de l'article 1343-5 du code civil. Il me semble en effet très pertinent.

La directive européenne sur la restructuration et l'insolvabilité a été transposée en droit français par ordonnance du 15 septembre 2021. Que va-t-elle apporter au marché dans ce contexte ?

Jacques Fineschi : Cette transposition a conduit à une réforme assez compliquée, à >

[JOANNA ROUSSELET,
ADMINISTRATEUR
JUDICIAIRE, ABITBOL
& ROUSSELET

« Plusieurs secteurs font face à des changements majeurs de modèle économique, qui vont rendre nécessaires des investissements importants, par exemple dans le secteur automobile avec les voitures électriques et les voitures autonomes. »



[PIERRE-ALAIN BOUHÉNIC, ASSOCIÉ DU CABINET BROWN RUDNICK

« L'étalement du PGE constitue une solution également attractive pour les établissements de crédit car elle permet de sécuriser une dette non garantie en allongeant la durée d'un financement garanti par l'État. »

la portée limitée. Elle crée la nouvelle sauvegarde accélérée, préparée par une procédure préventive, mais qui répond à des critères très élevés : 250 salariés et 20 M€ de chiffre d'affaires, ou 40 M€ de chiffre d'affaires. Les différents professionnels que j'ai interrogés sur ce sujet estiment que seulement 15 à 30 dossiers par an pourraient être concernés par ce nouveau dispositif. En outre, ses conditions de fonctionnement semblent compliquées car le temps est court pour mener cette sauvegarde accélérée. Le moindre grain de sable peut avoir pour conséquence le dépassement du délai.

Joanna Rousselet : L'ordonnance du 15 septembre 2021 pourrait néanmoins entraîner un changement de fond dans l'esprit de notre droit des entreprises en difficulté. La directive change en effet les rapports de force entre débiteurs et créanciers, entre les créanciers eux-mêmes et entre les créanciers et les actionnaires. Inspirée du droit anglo-saxon et tendant donc à s'en rapprocher, elle pourrait, en leur offrant une meilleure compréhension de notre droit, attirer de nouveaux acteurs étrangers du financement des entreprises en difficulté, qui s'y intéressaient jusqu'ici assez peu, tant en fonds propres qu'en dette. Et c'est une bonne nouvelle, car les options pour les entreprises en difficulté seront donc plus nombreuses.

Pierre-Alain Bouhénic : Cette modification du rapport de force est essentielle dans la mesure où elle pourrait modifier l'attractivité et l'efficacité des procédures préventives. Le succès des procédures amiables repose en effet en grande partie sur l'équilibre du risque que représente l'ouverture d'une procédure collective pour le débiteur et ses créanciers. À ce stade, il subsiste encore de très nombreuses incertitudes sur la mise en œuvre de ce qui constitue l'innovation majeure de l'ordonnance du 15 septembre 2021, à savoir l'application forcée interclasse des plans de sauvegarde. Compte tenu du nombre de questions que cette procédure posera (constitution des classes, détermination des parties affectées, le best interest test, le jeu de l'absolute priority rule...) elle présente une sécurité

juridique assez incertaine et ne pourra donc constituer qu'une voie de dernier recours.

Jacques Fineschi : La création de classes de créanciers peut donner lieu à des contentieux. Dans le cas idéal, celles-ci votent toutes le plan à la majorité des deux tiers. Mais lorsque certains créanciers à l'intérieur d'une classe ne votent pas le plan, voire si certaines classes ne le votent pas, il faut alors mener des estimations de la valeur liquidative de la société, voire de sa valeur « on going » et faire des hypothèses de répartition en fonction des rangs de garantie de chacun. En pratique, le champ de litiges est important sur l'ensemble de ces points, alors même que le calendrier est très serré. Je suis donc assez réservé sur l'apport de cette réforme, même si nous pouvons espérer qu'il aura un effet psychologique sur les investisseurs étrangers.

Joanna Rousselet : Cette procédure, par sa complexité, jouera surtout un rôle de repoussoir et favorisera les accords amiables, toujours meilleurs. Et lorsqu'elle devra être mise en œuvre, il sera nécessaire, pour éviter le plus possible les contentieux, de la pré-packager, son utilisation devant par exemple être limitée à des cas où l'identification précise de l'ensemble des créanciers pose problème en présence de titres de dettes faisant l'objet d'échanges sur le marché.

Pierre-Alain Bouhénic : Pour terminer sur une note peut-être plus positive, cette réforme apporte un élément de sécurité juridique aux procédures amiables indispensables pour renforcer l'attractivité du régime juridique français. La jurisprudence de la Cour de cassation du 25 septembre 2019 qui a estimé que les garanties données à un accord résolu devenaient caduques, avait généré une inquiétude sur la solidité des solutions mises en place dans ce cadre. L'ordonnance du 15 septembre 2021 apporte désormais une solution qui permet de donner la prévisibilité et la sécurité nécessaires aux artisans d'une solution négociée. En cela, elle est essentielle pour conserver l'attractivité de notre arsenal juridique, qui constitue un instrument indispensable à la recherche de financements appropriés des sociétés fragilisées par les crises successives.

Les recours aux procédures amiables ne sont pas réservés aux grandes entreprises

Journal Spécial des Sociétés

5 janvier 2022

« Les recours aux procédures amiables (...) ne sont pas réservés aux grandes entreprises »

Entretien avec Frédéric Abitbol, nouveau président du CNAJMJ

En début d'année, les membres du Conseil national des Administrateurs judiciaires et des Mandataires judiciaires (CNAJMJ) ont élu à l'unanimité Frédéric Abitbol à la présidence. Quels seront les principaux chantiers de son mandat ? Et quels sont les enjeux auxquels la profession doit se préparer dans les années à venir ? Entretien.

Pouvez-vous revenir brièvement sur votre parcours ?

Diplômé d'HEC et de l'université Paris 1 - Panthéon-Sorbonne, je suis administrateur judiciaire depuis 2007. J'exerce aujourd'hui aux côtés de mon associée Joanna Rousselet. Le cabinet accompagne des sociétés cotées ou non, des groupes nationaux et transnationaux, et assiste au quotidien des petites et moyennes entreprises, dans tous les secteurs d'activité et sur l'ensemble du territoire. 80 % de mon activité s'inscrit dans le cadre de procédures préventives, amiables et confidentielles (mandats *ad hoc* et conciliation), pour résoudre les difficultés financières et/ou opérationnelles auxquelles les entreprises, font face.

À la tête de la CNAJMJ depuis janvier dernier, quelles sont les priorités de votre mandat ?

Le CNAJMJ doit continuer à mieux faire connaître le droit français des entreprises en difficulté qui, au regard de nos standards, fonctionne extrêmement bien : toutes procédures collectives comprises, le taux de sauvetage des emplois atteint, en moyenne, environ 65 %. Et plus on anticipe, mieux ça fonctionne : 80 % des procédures amiables aboutissent à une solution. La profession va donc



Frédéric Abitbol

continuer à encourager le recours aux procédures amiables, qui ne sont pas réservées aux grandes entreprises : au contraire, elles sont ouvertes à tous.

Sur le plan de l'organisation de la profession, nous avons deux grands chantiers, l'un concernant la rationalisation de l'accès à la profession, en lien avec les universités et la Chancellerie, et l'autre sur l'élargissement du champ de nos missions, pour nous permettre d'intervenir, notamment, comme managers de transition, administrateurs indépendants, médiateurs inter-entreprises ou encore fiduciaires.

Enfin, le CNAJMJ attache une grande importance au sujet de la transformation digitale des procédures

collectives, qui n'a que trop tardé. Il est urgent de mettre enfin en place une véritable plateforme d'interaction entre les professionnels et les personnes concernées par les procédures collectives, s'agissant notamment des créanciers.

Nous travaillons sur l'élaboration d'un outil numérique unique intégrant de nombreuses fonctionnalités (déclaration et contestation de créances, interrogation sur le plan, téléchargement des jugements, établissement des certificats d'irrecouvrabilité etc.).

Comment les entreprises se portent-elles, plus de deux ans après le début de la crise sanitaire ? Dans ce contexte, quel a été le rôle de la profession ?

Le niveau de défaillance des entreprises reste historiquement bas : 27 000 procédures collectives ont été ouvertes en 2021, soit une baisse de 42,7 % par rapport à 2019, représentant au total environ 75 000 emplois. C'est deux fois moins qu'en moyenne. En 2022, la tendance est légèrement supérieure, mais reste très en deçà des chiffres habituels. La politique du « quoi qu'il en coûte », qui a notamment permis d'injecter près de 240 milliards d'euros dans les entreprises (dont 140 milliards d'euros via les PGE), y est évidemment pour beaucoup.

En 2021, on enregistre une hausse de + 30,3 % d'immatriculation d'entreprises, un taux de radiations d'entreprises de + 30,7 % par rapport à 2020 et un recul d'ouvertures de procédures collectives de 10,8 % (chiffres : CNGTC). Pouvez-vous commenter ces chiffres ?

La crise sanitaire semble avoir renforcé l'appétence entrepreneuriale des Français. La hausse des immatriculations a été particulièrement forte dans les secteurs du numérique, du transport et de la livraison à domicile. La crise a eu un réel impact sur les méthodes de travail et sur les lieux de consommation. La digitalisation progresse.

S'agissant du nombre de radiations, on peut légitimement comprendre que dans un mouvement symétrique, l'incertitude économique a poussé certains entrepreneurs à renoncer à leurs projets.

Pour mieux accompagner les entreprises dans la sortie de crise, le gouvernement propose un remboursement progressif possible du PGE pour certaines TPE, avec un étalement sur dix ans. Quel regard portez-vous sur ce dispositif ?

C'est une mesure utile. Gardons en tête qu'il n'y a pas de « mur » de remboursement des PGE : ce ne sont que les premières mensualités qui commencent à venir à exigibilité.

Il est certain qu'un étalement plus fort, ou une période de franchise allongée, sont des mesures qui serviront nombre d'entreprises.

Reste qu'on aurait pu aller plus loin. Aux États-Unis, dont les systèmes de prêts garantis par l'État ne sont pas totalement comparables, c'est une maturité à 30 ans qui est offerte aux

entreprises. Mieux que des fonds propres !

D'un point de vue pratique, la grande question pour nous est de bien garantir que ces rééchelonnements de PGE pourront se faire sans qu'un incident de crédit ne soit inscrit dans les systèmes informatiques des banques, sans quoi le remède risque pour certains d'être pire que le mal : il serait catastrophique que les entreprises qui obtiennent cet étalement se trouvent, de facto, privées d'accès à de nouveaux crédits.

“ Il est urgent de mettre enfin en place une véritable plateforme d'interaction entre les professionnels et les personnes concernées par les procédures collectives. ”

Engagée dans la digitalisation des procédures collectives, le CNAJMJ a lancé en décembre dernier trois nouveaux sites : le nouveau site web institutionnel du Conseil national, le nouvel extranet de la profession et ACTIFY le nouveau site de vente en ligne d'actifs. Pouvez-vous nous en dire plus ?

L'ensemble de ces solutions digitales s'inscrivent dans l'objectif de modernisation de la profession. Ces nouveaux outils nous permettent de mieux communiquer avec nos partenaires et le grand public.

Le nouveau site web est la vitrine de la profession. Nous y décrivons l'étendue de nos missions et y regroupons une série de guides pratiques sur les difficultés des entreprises. Son objectif est essentiellement informatif.

L'extranet est un outil collaboratif de communication des AJMJ.

Enfin, Actify est notre premier site de vente d'actifs en ligne, qui a vocation, à terme, à devenir la référence du secteur.

La France préside actuellement l'UE. Dans ce contexte, quel sera votre engagement à l'échelle européenne ? Je pense notamment à l'harmonisation du droit européen avec l'ordonnance du 15 septembre. Quel sera le rôle de la France ?

Le droit français des entreprises en difficulté a en grande partie servi d'inspiration aux rédacteurs de la directive insolvabilité : l'objectif des procédures, partout en Europe, doit désormais être, comme en France, le sauvetage des entreprises viables.

C'est une révolution copernicienne pour un certain nombre d'États qui étaient, jusqu'à présent, essentiellement dotés d'un droit d'exécution visant, avant tout, à faciliter le recouvrement des créances.

À l'inverse, l'ordonnance du 15 septembre 2022 qui transpose cette directive en droit français bouleverse totalement le rapport de force entre le débiteur et les créanciers, dans une recherche de « rééquilibrage ».

Il faut, d'ores et déjà travailler à l'étape d'après : les directives vont se succéder pour renforcer constamment la convergence de nos droits, et nous travaillons, à l'heure actuelle, avec nos confrères allemands du VID, sur les prochains sujets dont la commission doit se saisir. Le statut des professionnels en fait partie.

Propos recueillis par Constance Périn

2022-8184

Les sociétés cotées en difficulté

Revue des procédures collectives
n°1

Janvier-Février 2022

ABITBOL &
ADMINISTRATEURS JUDICIAIRES
ROUSSELET

1 Les sociétés cotées en difficulté

Les sociétés cotées font l'objet d'une réglementation particulière qui impose une obligation de transparence afin d'assurer une certaine égalité de l'information financière, notamment pour protéger les petits actionnaires. Lorsqu'une société cotée connaît des difficultés, cette obligation de transparence entre en conflit avec l'obligation de confidentialité qui s'impose aux parties prenantes d'un mandat *ad hoc* ou d'une procédure de conciliation. Concilier ces deux impératifs contradictoires s'avère être une gageure pour les professionnels des restructurations. Il est cependant possible de trouver des solutions, notamment grâce au pragmatisme de l'AMF et des juridictions qui se montrent compréhensives lorsqu'une situation particulière leur est signalée.

Frédéric Abitbol, administrateur judiciaire, Alexandra Bigot, avocat à la cour, associée du cabinet Latham & Watkins, Dominique Bompont, avocat à la cour, cabinet Bompont, et Marc Sénéchal, mandataire judiciaire et président d'honneur du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires, ont accepté de nous faire partager leur expérience des restructurations de sociétés cotées lors d'une table ronde animée par le professeur Michel Menjucq.

Michel Menjucq : Pour une société, le fait d'être cotée implique des obligations accrues de transparence. De telles obligations d'informations peuvent-elles constituer une difficulté supplémentaire s'ajoutant aux difficultés financières que la société peut rencontrer, notamment au regard des sanctions spécifiques au droit des marchés financiers encourues en cas de violation desdites obligations ?

Frédéric Abitbol : Il y a une contradiction bien connue entre la confidentialité de la conciliation et l'obligation de communiquer au marché toutes les informations dont on n'est pas certain de pouvoir lever la confidentialité. C'est une difficulté mais on la gère. Je n'ai, pour ma part, pas rencontré de dossier dans lequel les règles de droit boursier auraient provoqué des difficultés insurmontables. Et à l'inverse, on arrive assez bien à préserver la confidentialité. Donc, en synthèse, quand bien même il y a des impératifs contradictoires, en l'état, ils se gèrent.

Alexandra Bigot : Il existe des dispositions qui permettent de ne pas divulguer immédiatement l'ouverture d'une procédure de conciliation ou d'un mandat *ad hoc*. Pour moi, la difficulté réside plutôt dans le fait que l'entreprise est obligée de communiquer sur ses états financiers et donc sur ses difficultés financières. C'est cela qui est problématique et qui peut avoir un impact sur le crédit fournisseur, plus que le fait de communiquer sur l'ouverture d'une conciliation. La plupart du temps nous conseillons au client de communiquer sur l'ouverture de la conciliation puisque c'est en fait une manière de traiter la difficulté. Il nous semble préférable de communiquer sur ce point pour rassurer en montrant que le problème est traité. Et quand on voit les gros dossiers de cette année ou de l'année dernière, que ce soit Europcar, Vallourec, il n'y a pas eu de difficulté particulière liée à cela. Par ailleurs, dans certaines situations, par exemple si l'entreprise a émis des obligations *high yield* soumises au droit de l'État de New York, on ne peut pas ouvrir la procédure, qui est un cas d'exigibilité anticipée automatique, sans avoir demandé un *waiver* des obligataires. Dans ce cas, l'information va être nécessairement connue de tous. Vous êtes donc obligés de préempter la communication. Même si un des intérêts de la conciliation est normalement d'être confidentielle, on n'a souvent pas trop le choix, du fait de la structure de financement.

Dominique Bompont : Pour ma part, je rejoins ce que Frédéric a dit. On parvient à gérer le sujet mais au prix d'un arbitrage, que l'on fait assez naturellement, entre préserver l'entreprise – ce que l'on est tenté de faire prévaloir – et respecter à la lettre le droit boursier. Les dirigeants peuvent considérer que si jamais ils sont sanctionnés sur le plan du droit boursier, ce sera dans 2 ou 3 ans. Au pire ils subiront une sanction mais d'un montant qui ne sera pas

considérable. Ils sont donc prêts à prendre un peu de liberté par rapport au droit boursier si cela permet de garder la confidentialité de la procédure de conciliation ou du mandat *ad hoc*, parce que la dernière chose dont on a envie c'est que l'information sur l'existence de cette conciliation ou de ce mandat *ad hoc* sorte avant le moment voulu. Néanmoins, au regard des textes on est dans une situation délicate car les difficultés à l'origine de la procédure constituent généralement une information privilégiée tant qu'elles n'ont pas été révélées. On peut en différer la communication, c'est prévu par les textes, à condition évidemment qu'il soit légitime de le faire. C'est le cas tant que la procédure n'a pas encore été ouverte ou lorsqu'elle est en cours mais à condition que l'on puisse en conserver la confidentialité, c'est-à-dire tant qu'il n'y a pas de fuites. L'ennui c'est que statistiquement, il y a beaucoup de fuites sur les dossiers. Dès qu'il y a une fuite, il devient très compliqué de justifier, au regard du droit boursier, de s'abstenir de communiquer, spécialement si la fuite s'accompagne de variations assez significatives sur le cours de bourse ou le volume des titres échangés. Généralement on réagit en accélérant le calendrier des négociations. On préfère alors se taire et mener à bien la procédure quitte à ce que l'AMF demande ensuite des comptes. On fait un arbitrage entre le risque d'une amende de 80 000 ou 100 000 € dans 3 ans et le respect de la confidentialité si cela permet de mener à bien la conciliation maintenant. Si la situation de l'entreprise a été assainie, il sera possible de faire face à cette sanction. On peut comprendre qu'un dirigeant préfère sauvegarder l'entreprise quitte à ne pas respecter à la lettre les obligations d'information bénéficiant aux actionnaires. On peut donc comprendre qu'on fasse prévaloir la confidentialité de la conciliation sur le droit boursier.

L'entreprise en difficulté peut être encline à courir le risque d'une amende boursière si cela lui permet de mener à bien la conciliation (Dominique Bompont).

Alexandra Bigot : Il peut aussi y avoir une autre stratégie. Il est vrai que, la plupart du temps, on voit venir les difficultés. À partir du moment où l'on envisage l'intégration d'une part significative de la dette au capital, il peut être opportun que les actionnaires prennent conscience de la situation réelle de l'entreprise, de sorte que le prix des actions baisse, ce qui facilite bien entendu l'entrée de nouveaux investisseurs ou l'incorporation de dette au capital.

L'attitude à adopter dépend vraiment des dossiers. Je suis d'accord avec vous, dans certains cas, on essaie d'attendre un peu, dans la mesure du possible, mais souvent mieux vaut communiquer, soit pour des raisons juridiques – quand on a besoin de demander un *waiver*, on sait que les difficultés vont être connues – soit pour des raisons financières – il faut des investisseurs et il est nécessaire que le cours de bourse atterrisse –, soit parce que de toute façon les difficultés sont connues et il est préférable de rassurer en disant que le problème est traité. Dernièrement, j'ai vu de nombreux dossiers dans lesquels on communiquait assez rapidement plutôt que de masquer la situation. Mais il y a sans doute aujourd'hui beaucoup de sociétés cotées en procédure sans que je ne le sache, je n'ai donc pas forcément un échantillon représentatif.

Michel Menjucq : Si je comprends bien, le risque autoréalisateur d'aggravation des difficultés de la société en cause en raison de la divulgation de sa situation est assez minime.

Frédéric Abitbol : Plus exactement, on prend le parti de communiquer quand on est vraiment obligé de le faire mais on essaie de l'éviter. Lorsqu'on fait une réunion de mandat *ad hoc* ou de conciliation et qu'il y a 80 personnes autour de la table, on sait très bien qu'il y a un risque de perte de confidentialité des informations qu'on donne. On essaie donc de dire seulement ce qui est nécessaire, et de faire attention aux mots que l'on emploie.

Lorsqu'on fait une réunion de mandat ad hoc ou de conciliation avec un grand nombre de personnes autour de la table, il existe forcément un risque de perdre la confidentialité (Frédéric Abitbol).

Alexandra Bigot : Il y a un vrai risque auto-réalisateur. On le voit plus dans des sociétés non cotées où dès lors que les assureurs-crédit sont au courant que la société est en difficulté, celle-ci est confrontée à un brusque resserrement de son crédit fournisseur qui, bien entendu, aggrave ses difficultés de trésorerie. Donc si l'on pouvait maintenir une confidentialité totale on le ferait, qu'il s'agisse d'une société cotée ou non. Bien entendu les praticiens préféreraient ne pas avoir cette obligation de transparence. Cependant, à partir du moment où certaines contraintes font que, *in fine*, on ne peut pas préserver la confidentialité, soit parce qu'on a des investisseurs qui ne sont pas des établissements bancaires, soit du fait de la structure de financement, soit du droit boursier, on essaie de gérer le problème au mieux, comme le dit Frédéric. On trouve les bons mots ou on communique sur le fait que le management a anticipé et ouvert une procédure de prévention pour précisément gérer les difficultés. On s'adapte, mais il y a nécessairement un impact.

Dominique Bompont : Il y a déjà une précaution à prendre, qui est d'aller voir l'AMF dès le début de la procédure confidentielle pour l'en informer afin qu'elle surveille le marché du titre. Généralement cela évite d'avoir un appel un peu stressant de l'AMF qui, constatant des rumeurs, demande, si on l'informe à l'occasion de cet appel de l'existence de la procédure préventive, de communiquer immédiatement sur les difficultés. Si l'on va voir l'AMF dès le début de la procédure en présentant la situation à ses services mais en indiquant que l'on ne compte pas communiquer avant d'avoir obtenu une conciliation ou un accord, voire l'homologation de l'accord, et en leur demandant de surveiller le titre, cela limite le risque que l'AMF demande de communiquer à un moment où l'on a bien d'autres problèmes à gérer. C'est une façon d'arriver à traiter le sujet en pratique qui, pour moi, ne viole pas le principe de confidentialité des procédures car être informée des situations

pouvant se traduire par des communications boursièrement sensibles est dans les prérogatives de l'AMF.

Il faut aller voir l'AMF pour l'informer de la situation et de la nécessité d'attendre pour communiquer au marché (Dominique Bompont).

Alexandra Bigot : L'entreprise est la seule à pouvoir lever la confidentialité. Elle est donc tout à fait légitime à en parler à l'AMF et en effet, je pense que cela est fait systématiquement. En tout cas, dans les dossiers sur lesquels je suis intervenue, nous l'avons fait systématiquement.

Frédéric Abitbol : C'est d'autant plus important que, au-delà de l'information du marché, ce type de négociations se traduit généralement par des conversions de dettes en capital ce qui a donc un impact sur les actionnaires. L'AMF intervient alors pour défendre les petits porteurs. Donc plus on implique l'AMF tôt, meilleure est sa compréhension de la situation et, d'expérience, ce sont des gens très pragmatiques quand on leur présente les choses et qu'on leur explique que cela permet d'éviter une faillite.

Alexandra Bigot : Les négociations sont parfois un peu plus compliquées quand on doit leur demander une dérogation pour lancer une offre publique obligatoire. Dans cette hypothèse, la défense du petit porteur revient au galop et les négociations deviennent plus compliquées. Mais ils sont en effet très pragmatiques.

Michel Menjucq : Lorsque la société rencontre des difficultés susceptibles de la conduire à recourir à une procédure préventive confidentielle, voire à une procédure collective, à quel moment doit-elle fournir une information sur ses difficultés pour ne pas risquer de sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF ?

Dominique Bompont : Sur le plan du droit boursier, c'est quand cesse l'intérêt légitime de garder l'information confidentielle que l'on doit communiquer. C'est-à-dire, quand on est dans une négociation, tant que la négociation n'a pas abouti. Tant qu'on est en train de négocier et que l'on ne sait pas si l'accord a abouti, on a un intérêt légitime à retenir l'information. Après se pose la question de détail de savoir, une fois l'accord conclu mais pas encore homologué, si l'on doit considérer que le risque d'absence d'homologation est suffisamment sérieux pour que l'on s'abstienne là encore de communiquer. Je ne sais pas très bien combien de temps prend l'homologation en pratique ni si l'aléa qui affecte la décision d'homologation est important. Je m'en remets sur ce point aux spécialistes des procédures collectives. Dans certains dossiers la communication a été faite avant l'homologation, une fois l'accord conclu. Là c'est sûr que l'on ne prend pas de risque d'irriter l'AMF, mais prend-on le risque d'irriter le tribunal de commerce en donnant l'impression qu'on lui force la main et de compromettre ainsi l'homologation ? J'espère que non. Je pense que c'est ainsi que les choses devraient se faire. Là encore, tout ceci peut être remis en cause s'il y a des fuites et que l'on n'a pas pu assurer la confidentialité de la procédure. Le règlement MAR de 2016¹ prévoit que l'on doit communiquer dès qu'il y a des fuites.

Frédéric Abitbol : En principe, on attend l'homologation pour dire qu'il y a eu un accord puisque l'accord est quasiment toujours sous condition de son homologation. Donc dire au tribunal « *j'ai conclu un accord, j'ai déjà communiqué sur le fait qu'il existe et qu'il va entrer en vigueur, au fait, s'il vous plaît, homologuez-le* », ça peut être un peu cavalier. Donc on évite. Mais s'il faut le faire,

1. PE et Cons. UE, règl. (UE) n° 596/2014, 16 avr. 2014, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission : JOUE n° L 173, 12 juin 2014, p. 1.

en raison d'une urgence particulière, on fait exactement comme avec l'AMF : on va voir le juge, qui lui aussi est pragmatique. On lui explique pourquoi on a besoin de faire une communication dès avant l'homologation. Et cette communication, on la fait évidemment sous réserve de la décision que le tribunal rendra de manière souveraine. Là encore on gère.

Il est préférable d'attendre l'homologation de l'accord de conciliation pour communiquer (Frédéric Abitbol).

Alexandra Bigot : Dans tous les gros dossiers de cette année, que ce soit Europcar, Vallourec, Technicolor ou Solocal, la société a toujours communiqué au moment où un accord a été conclu en disant, bien entendu, que cet accord était subordonné à la réalisation d'un certain nombre de conditions, et souvent pas seulement l'homologation du tribunal. Cela peut même être sous condition d'ouvrir une sauvegarde financière accélérée, que le plan soit voté par les créanciers, par les actionnaires, puis arrêté par le tribunal. Cela ne pose pas de difficulté. Je pense en effet que le conciliateur doit en informer le tribunal et que les tribunaux commencent à être habitués à cette pratique. De toute façon on ne préjuge aucunement de leur décision. Il est clairement stipulé que l'accord est sous condition.

Marc Sénéchal : Il me semble qu'il faut envisager les choses sous deux angles. Sous l'angle pratique, comme tout le monde l'a dit, ça s'articule très bien. On va voir l'AMF après l'ouverture du mandat *ad hoc* ou de la conciliation parce que ce sont l'une et l'autre de ces deux procédures qui sont concernées. On essaie d'anticiper les fuites qui sont probables ou en tout cas plausibles, compte tenu de la durée de vie des procédures de prévention qui s'étalent généralement sur plusieurs mois. On essaie d'aller voir l'AMF si possible de façon spontanée et donc avant que l'AMF ne nous appelle dans l'hypothèse où elle apprendrait autrement que par nous l'existence de la procédure préventive. Cette première visite n'a pas forcément vocation à aboutir à une communication au marché. Elle a, dans un premier temps, vocation à informer l'AMF qu'une procédure est ouverte et, en concertation avec elle, on définit le cas échéant un planning de communication. On articule une communication, on définit le support de communication et tout ça finalement sur le plan strictement pratique s'articule plutôt très bien. Sous un angle strictement théorique cette fois, j'aurais peut-être une vision un peu différente de celle de Dominique. Quand nous sommes avec les dirigeants et que nous leur présentons les enjeux de l'antagonisme qui se matérialise entre d'un côté l'obligation de transparence au marché qui est là pour protéger les flux, les petits porteurs, ou la veuve de Carpentras, et de l'autre la confidentialité qui, comme l'a dit Alexandra, est là pour protéger la personne morale, le débiteur en prévention, assez rapidement, me semble-t-il, le choix se porte vers l'obligation de transparence et son respect. C'est pour ma part comme ça que je le vis. Je ne dis pas qu'il n'y a pas une période transitoire dans laquelle on peut s'accommoder d'une absence de communication, d'une visite informelle à l'AMF et donc d'un maintien de la confidentialité mais, au bout d'un moment – et ça vient assez rapidement à mon avis –, l'arbitrage se fait plutôt en faveur de la transparence qu'en faveur de la confidentialité. En tout cas, c'est comme ça que je l'ai vécu. J'irais même un peu plus loin que ça : de mon expérience pratique sur les dossiers de sociétés cotées en prévention, j'ai le sentiment qu'il y a eu un contrôle des mouvements des titres sur le marché par l'AMF, avec une attention accrue et même avec l'ouverture d'enquêtes.

Il est préférable de faire rapidement prévaloir la transparence

sur le respect de la confidentialité (Marc Sénéchal).

Dominique Bompont : Sans aucun doute. C'est un point que l'on peut signaler. Le fait qu'il s'agisse d'une information privilégiée a deux conséquences : d'une part, cette obligation de communiquer, avec les nuances dont on a parlé, d'autre part, le fait qu'il ne faille pas utiliser cette information à mauvais escient, soit en la communiquant à des personnes qui n'ont pas vocation à la connaître, soit en intervenant sur le marché des titres, que ce soit à la hausse ou à la baisse. Sur ce dernier point, peu importe que l'on agisse avec une intention particulière puisque les infractions sont désormais considérées comme purement matérielles. Aucun élément intentionnel n'intervient dans la caractérisation d'un manquement d'initié. L'appréciation de l'intention n'a d'incidence que pour la fixation de l'amende.

Une fois qu'on est allé voir l'AMF, le service de la surveillance des marchés peut être mis sur le qui-vive pour traquer les mouvements anormaux. C'est indéniable. Et l'émetteur est également soumis à la tracasserie administrative de l'établissement des listes d'initiés. Je ne sais pas si cela vous parle. C'est d'un byzantinisme désespérant. Il faut faire la liste, avec les numéros de téléphone et les adresses de toutes les personnes impliquées dans le dossier, avec l'heure, la minute même à laquelle on les a informées, et tenir à jour cette liste. Ne pas tenir cette liste est techniquement aussi grave que de commettre un délit d'initié.

Cela nous amène à un sujet complexe, celui de la date de naissance de l'information privilégiée, qui intervient forcément avant l'instant de la saisine du tribunal. C'est le moment où l'émetteur décide de s'engager dans la procédure et ça, dans certaines sociétés, ce n'est pas simple à dater. Dans certaines sociétés, il n'y a pas d'actionnaire de contrôle. Il y a un organe de direction collégial, c'est peut-être chez lui que se prend la décision, dans ce cas il n'est pas malaisé d'en dater la naissance. D'autres sociétés sont contrôlées par une seule personne, et pour elles, c'est dans le cerveau de cette personne que germe l'information. Il est bien compliqué d'arriver à établir si l'actionnaire de contrôle a hésité jusqu'au dernier moment avant de s'engager dans la procédure préventive, ou si au contraire il s'y était résolu depuis un certain temps.

Michel Menjucq : En conséquence, peut-il exister un dilemme pour les dirigeants d'une société cotée en difficulté entre ne pas délivrer l'information financière requise au risque de sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF ou fournir ladite information financière au risque d'aggraver les difficultés de leur société ? À moins que la question ne se pose pas en ces termes ?

Dominique Bompont : Manifestement, il y a des gens qui ont été pris dans ce dilemme. Un certain nombre de sanctions administratives ont été appliquées pour information tardive sur des difficultés financières. Dans les dossiers Cybergun, Montaigne Fashion group, des amendes d'un montant pas forcément considérable ont néanmoins été prononcées et sont venues s'ajouter à l'insuffisance d'actif pour des émetteurs qui, par exemple, à l'occasion de communications financières périodiques ordinaires, ont omis de tempérer la vision optimiste qu'ils donnaient de leur situation financière. Certaines personnes morales ou personnes physiques ont elles aussi été condamnées à des amendes. Les montants observés ne dépassent pas les 100 000 €, mais quand des manquements d'initié s'ajoutent à ces situations de mauvaise information, avec des dirigeants qui ont vendu en plus de tarder à révéler leurs difficultés, comme dans le dossier Cybergun, les amendes grimpent : 2 millions d'euros par exemple pour une personne physique ce qui n'est pas négligeable, bien plus sérieux que 100 000 €.

Alexandra Bigot : Là, on va peut-être au-delà des opérations standards ou du moins bien conseillées car si déjà l'information périodique ne montre pas la réalité des difficultés, on n'est plus simplement dans la préservation de la confidentialité de la procédure préventive. En pratique, du fait que l'on est obligé de communiquer

sur les difficultés, la procédure constitue une contrainte supplémentaire mais ce n'est pas la plus compliquée à gérer. La vraie difficulté est liée au fait que l'entreprise cotée est de toute façon obligée de communiquer sur ses difficultés bien plus rapidement de manière générale et que cette seule communication a des conséquences sur la confiance de ses partenaires et notamment sur son crédit fournisseur.

Michel Menjucq : La réaction de l'AMF dépend donc des relations que les dirigeants sociaux ont pu avoir avec elle. S'ils ont pris soin de se rapprocher par avance de l'AMF, ils ont pu déminer le terrain. En revanche, s'ils n'ont rien fait, elle peut avoir une réaction plus vive et être plus facilement favorable à d'éventuelles sanctions pécuniaires.

Dominique Bompoint : Certainement.

Michel Menjucq : En allant au bout du raisonnement, en cas d'ouverture ultérieure d'une liquidation judiciaire à l'encontre d'une société cotée, est-ce que la sanction pécuniaire prononcée par l'AMF pour information tardive avant l'ouverture de la liquidation judiciaire, pourrait être retenue comme faute de gestion dans le cadre d'une éventuelle action contre le dirigeant en responsabilité pour insuffisance d'actif au motif que la sanction pécuniaire aurait augmenté le passif ? Ainsi, l'administratif tient-il le commercial en l'état sur la caractérisation de la faute, ou, autrement dit, une faute reconnue par l'AMF au regard de l'information financière oblige-t-elle le tribunal de commerce à retenir la faute de gestion ?

Alexandra Bigot : C'est une question pour Marc. Est-ce que le mandataire judiciaire attaquerait sur cette base ?

Marc Sénéchal : Je considère qu'il ne faut attaquer qu'à bon escient. Cela peut paraître évident mais c'est un reproche qui peut être adressé de ne pas faire preuve de discernement dans l'engagement d'une telle démarche judiciaire. S'il faut être prudent lorsque l'on manie la rétrovision (vous auriez dû faire ceci, ou vous auriez dû faire cela...), néanmoins parfois, cela se justifie bien entendu d'engager une action. Pour les sociétés cotées, il faut rappeler sur le plan théorique quel est le fondement de cette obligation de transparence. C'est l'inverse de la confidentialité. L'obligation de transparence n'est pas là pour protéger l'émetteur, elle est là pour protéger les porteurs alors que la confidentialité est là pour protéger l'entreprise qui se place sous la protection du président du tribunal de commerce. La confidentialité n'a pas pour but de protéger l'environnement de l'entreprise. L'angle est donc différent.

Tarder à communiquer n'est pas nécessairement en soi constitutif d'une faute de gestion, me semble-t-il, mais, comme tout le monde le sait autour de cette table, pour démontrer une faute de gestion à l'origine de l'insuffisance d'actif, ou plusieurs fautes de gestion, on procède plutôt par des faisceaux d'indices. On démontre qu'un certain nombre de manquements qui se sont répétés constituant ainsi des fautes ont contribué à augmenter l'insuffisance d'actif. Si le non-respect de l'obligation de transparence à l'origine de la sanction pécuniaire prononcée par l'AMF est le seul fait reproché au dirigeant je ne pense pas que cela puisse constituer en soi une faute qui entraînerait automatiquement une condamnation en responsabilité pour insuffisance d'actif. Il faudrait probablement d'autres indices factuels venant corroborer un environnement plutôt fautif. En tout cas, ce n'est certainement pas un comportement à mettre au crédit du dirigeant.

Tarder à communiquer au marché n'est pas nécessairement en soi constitutif d'une faute de gestion (Marc Sénéchal).

Alexandra Bigot : Comment s'est terminé le dossier de sanctions Cybergun ? Je suppose que ça a mal fini ?

Dominique Bompoint : Non, je ne crois pas qu'ils soient allés en liquidation. Il me semble qu'ils ont fait un plan de continuation. En

fait, c'est assez similaire à la problématique que l'on rencontre en droit de la concurrence quand une autorité administrative, par une décision définitive, constate qu'un comportement relève des ententes et applique une sanction administrative. Des contentieux dérivés émergent ensuite de la part des entreprises qui ont été victimes de ces ententes et qui poursuivent au civil sur le fondement des constats fait par l'Autorité de la concurrence, et qui préconstituent la preuve de la faute civile. Vous pouvez avoir la même problématique ici. L'autorité compétente pour caractériser un manquement boursier – l'AMF – a rendu une décision de sanction, cette décision de sanction est devenue définitive. Si le juge commercial saisi d'une action en comblement de passif se sent tenu par le constat fait par l'AMF de la violation d'une règle d'ordre public prévoyant une obligation de transparence, il peut considérer qu'une partie des conditions du comblement de passif est satisfaite – la faute de gestion, consistant ici dans la violation d'une disposition d'ordre public – et que la peine – l'amende prononcée par l'AMF – vient aggraver le passif. Les conditions du comblement de passif peuvent alors être réunies. Je vois cependant un obstacle technique dans le droit des procédures collectives parce que cette créance est postérieure au jugement d'ouverture. Or, c'est au jour du jugement d'ouverture que s'apprécie l'insuffisance d'actif. On ne prend pas en compte les dettes postérieures. Par hypothèse, la commission des sanctions met 3 ou 4 ans pour juger. La dette issue de la sanction pécuniaire est donc forcément postérieure. L'insuffisance d'actif doit déjà être caractérisée par d'autres dettes que celle-ci. Une action en comblement de passif va donc se heurter à ce problème d'antériorité mais l'impression que doit faire sur un juge commercial le constat de l'AMF est aussi à prendre en compte. À noter que dans des jugements Vivendi en juillet dernier, le tribunal de commerce de Paris a eu le courage de pas se sentir lié par la décision de l'AMF caractérisant des manquements boursiers. Il est heureux que le juge judiciaire conserve sa liberté d'appréciation.

Marc Sénéchal : Le point de Dominique est intéressant sur le fait générateur. Donc tant qu'il n'y a pas de condamnation de l'AMF, il n'y a pas de fait générateur caractérisant l'infraction.

Dominique Bompoint : Il me semble que la Cour de cassation a dit ça en 1997 et en 2004². L'AMF s'y est référée dans une décision du 7 octobre 2010 en précisant que le fait générateur c'est la décision de sanction elle-même, et donc il semble difficile de considérer que la dette née de la décision de sanction soit intervenue avant l'ouverture de la liquidation. *A priori* elle intervient plutôt largement après. L'action en responsabilité pour insuffisance d'actif ne peut donc être fondée sur cette décision.

Alexandra Bigot : La question est de savoir si le fait générateur est le manquement ou la décision. Il me semble qu'il y a de la jurisprudence sur ce point.

Dominique Bompoint : J'ai un arrêt de la Cour de cassation en 2004³. Il est important de vérifier que la sanction prononcée postérieurement au jugement d'ouverture ne peut pas être prise en compte car cela a une incidence sur l'arbitrage que le dirigeant pourrait faire. Il peut considérer acceptable de risquer une sanction de l'AMF, si cela se limite à une amende de 100 000 € pour autant qu'il ne soit pas également coupable de manquement d'initié. En revanche, les enjeux d'une action en comblement de passif, si une telle action constituait le contrecoup d'un manquement aux règles d'information boursière, seraient beaucoup plus importants.

Alexandra Bigot : Comme le dit Marc, c'est toujours un faisceau d'indices qui est pris en compte et je ne pense pas que sur la seule base du non-respect de l'obligation de transparence on obtiendra une condamnation. En revanche, si la condamnation de l'AMF est

2. Cass. com., 4 mars 1997, n° 92-21.785 : JurisData n° 1997-000898. – Cass. com., 14 janv. 2004, n° 01-10.107 : JurisData n° 2004-021826.

3. Cass. com., 14 janv. 2004, n° 01-10.107 : JurisData n° 2004-021826, préc.

intervenue avant l'ouverture de la procédure, elle pourra être prise en compte au titre de l'insuffisance d'actif, et s'il y a d'autres éléments pour caractériser la faute de gestion – la plupart du temps, il y a en a quand on est dans ce genre de situations – le dirigeant pourra être lourdement condamné.

Michel Menjucq : Si le fait pour une société d'être cotée peut constituer une difficulté supplémentaire au regard de l'information financière à fournir, n'est-il pas, en revanche, de nature à faciliter les restructurations financières en raison des liquidités nécessairement présentes sur les marchés financiers ?

Alexandra Bigot : Dominique va vous dire que c'est un avantage mais nous, qui sommes confrontés aux restructurations des sociétés cotées, sommes d'avis que c'est beaucoup plus compliqué que pour une société non cotée. Cependant, il est vrai qu'un certain nombre d'entreprises ont sans doute pu éviter une restructuration en faisant appel au marché.

Dominique Bompont : Le fait d'être coté évite une décision des actionnaires à l'unanimité. Au-delà, on peut imaginer que la liquidité du marché ouvre le panel d'investisseurs susceptibles d'être intéressés. Cela peut donner à des créanciers susceptibles de devenir actionnaires des perspectives de monétisation par le marché lui-même sans faire appel à l'entreprise ; le fait d'être coté peut permettre d'offrir à des créanciers de liquider leur position sans en puiser les moyens financiers sur l'entreprise mais en mettant le marché boursier à contribution. Donc il me semble que pour trouver de l'argent et convaincre des financiers de participer cela doit aider. Il faut évidemment tenir compte des règles de droit, du coût des différentes formalités boursières et de la difficulté pour obtenir des décisions de dérogation de la part de l'autorité boursière – avec le risque de contentieux judiciaire qui y est associé – mais comme le constate Frédéric, les personnes de l'AMF sont extrêmement pragmatiques et si cela permet d'éviter la mort de l'entreprise, en général l'AMF fait preuve d'une grande souplesse. Donc je pense que le fait d'être coté, en donnant de la liquidité à tous les acteurs, aide beaucoup à la restructuration et que cela crée un contexte plus favorable que dans les sociétés fermées.

Alexandra Bigot : Il y a cependant deux points très compliqués pour nous, notamment dans les dossiers dans lesquels tout ou partie de la dette doit être converti en capital. Normalement les banques y sont plutôt réticentes, ce sont plutôt des *hedger funds* ou des fonds de dettes qui leur achètent leurs créances à un prix décoté pour les convertir en capital.

Ces fonds sont très anxieux par rapport aux informations privilégiées. Ils considèrent même comme privilégiées des informations qui ne le sont pas au regard du droit français. Ils sont très sensibles à la question, d'autant plus qu'outre MAR ils sont souvent soumis également à d'autres réglementations aux États-Unis ou ailleurs. Dès lors, c'est très difficile de les faire rentrer dans la négociation.

Par exemple, si des fonds ont acheté des obligations émises par la société pour des montants importants, pour négocier un plan avec la société, ils auront besoin d'un *business plan* et d'autres informations précises, pour voir quelle solution peut être construite. Mais ils ne veulent absolument pas obtenir des informations susceptibles de les empêcher d'acheter ou de vendre de la dette (y compris non cotée). Or, si la société donne accès à ces fonds à des informations dont le marché n'a pas connaissance – elles ne sont pas toutes privilégiées car il faut qu'elles aient un impact sur les cours pour l'être –, elle leur demandera, et elle aura raison, de s'abstenir de toute opération sur le marché tant que ces informations ne seront pas rendues publiques par la société. Pour des fonds comme des *hedger funds*, leur interdire de négocier les obligations et les actions émises par l'émetteur, et même sa dette bancaire – parce que certains considèrent par prudence que l'interdiction doit être large – est contraire à leur essence même, qui est de pouvoir saisir toute opportunité, faire des arbitrages à tout instant et « trader ».

Il faut ainsi parfois plusieurs mois pour se mettre d'accord entre fonds et société sur un accord de *lock-up* (interdisant achats et

ventes) sur une durée précise, prévoyant par avance ce que la société devra rendre public à la fin de la période concernée (qu'il y ait eu accord ou non) et si cette communication sera de la seule responsabilité de la société ou si les fonds auront un droit de regard. C'est donc une négociation supplémentaire qui fait perdre beaucoup de temps et, pour les entreprises en difficulté, le facteur temps est crucial. Il faut ensuite avoir des fenêtres de *lock-up* très courtes qui obligent l'émetteur à communiquer au marché toutes les informations qui ont été transmises aux fonds. Pas toutes en fait, mais toutes celles transmises qui peuvent avoir un impact sur les cours, et de manière synthétique bien sûr. Ce processus-là est très compliqué. Parfois les fonds ne veulent pas avoir accès à l'information du tout parce qu'ils préfèrent ne pas signer d'accord de *lock-up*. Ce sont les conseils financiers ou les avocats des fonds qui regardent les *business plans* et autres informations transmises par la société et qui doivent dire à leurs clients si finalement ce qu'ils proposent est pertinent ou non. Cela ne facilite pas une discussion consensuelle et transparente pour arriver à une solution. On finit toujours par y arriver mais cela ajoute beaucoup de complexité et de tensions inutiles.

Les investisseurs qui rachètent de la dette pour la convertir en capital ne veulent recevoir aucune information privilégiée afin de pouvoir être libres d'acheter ou revendre sans risquer d'être considérés comme initiés (Alexandra Bigot).

Frédéric Abitbol : Le point que soulève Alexandra est très important. Concrètement, dans certains dossiers, vous parlez à des créanciers qui ont acheté de la dette un jour et qui peuvent la revendre le lendemain. Donc vous négociez avec quelqu'un qui peut disparaître le lendemain et vous laissez reprendre le dossier à zéro avec l'acquéreur de sa créance. Vous parlez par ailleurs à quelqu'un qui ne veut surtout pas d'information : il ne veut pas être initié, puisqu'il veut pouvoir continuer à *trader*. Évidemment, c'est plus compliqué de discuter sans donner d'information... donc effectivement, la solution qu'évoquait Alexandra, c'est ce que l'on fait en pratique. On parle à des avocats et à des conseils financiers qui digèrent l'information pour leurs clients et leur font des recommandations. Ce système, évidemment, a ses limites. S'il faut aller plus loin, et leur transmettre de l'information en direct, ils cherchent à limiter au maximum la période pendant laquelle ils seront initiés. Donc ils exigent que la société s'engage à un « *clearing* » rapide. Concrètement, il faudrait que tout ce qu'on leur aura dit confidentiellement devienne public ce qui est évidemment impossible, surtout si le « *clearing* » intervient alors que les négociations sont encore en cours, que rien n'est encore réglé et que l'avenir reste incertain. Pour dire les choses simplement, il ne faut pas que le *clearing* tue le malade. Donc nous gérons cela au mieux. On parlait de pragmatisme tout à l'heure, nous aussi nous sommes très pragmatiques, et à la fin ça marche. Au fond, c'est le principe d'une conciliation : il n'y a que des intérêts contradictoires et le travail du conciliateur est de les transcender pour arriver à quelque chose qui fonctionne.

Alexandra Bigot : C'est vrai qu'à nouveau on a la même opposition entre la réglementation des sociétés cotées et celle de la conciliation. Les deux piliers de la conciliation sont la confidentialité et la transparence avec tous les acteurs autour de la table. La réglementation des sociétés cotées suppose la révélation au marché. Par ailleurs, les fonds ont un *business model* qui est le leur. Ils ont besoin de « trader » et donc ils ne veulent pas prendre le moindre risque d'avoir une information privilégiée. Du coup, le conciliateur et la société ne peuvent pas être transparents avec eux

comme ils le seraient habituellement dans le cadre d'une procédure de conciliation et cela engendre des situations compliquées. Ça l'est pour le conciliateur, mais aussi pour les conseils des fonds. On se demande sans cesse « *Est-ce que ça, je peux le dire, est-ce que je ne dois pas le dire ?* » Plus généralement comment proposer une stratégie à ses clients sans pouvoir leur en expliquer les raisons – fondées sur une ou des informations non communicables ? De quoi devenir parfois un peu schizophrène.

Dominique Bompont : Ce que vous dites est aussi renforcé par une jurisprudence de l'AMF qui assez critiquable sur la portée d'un *business plan* en tant qu'information privilégiée. Il est déjà assez difficile pour un fonds d'investissement de considérer qu'il peut garder sa liberté de manœuvre sur le marché financier tant qu'il participe à une négociation qui lui donne accès à des informations dont le public n'est pas informé. La difficulté est particulièrement ardue au sujet du *business plan*, car la qualification de cet élément au regard de la notion d'information privilégiée est délicate. On a eu il y a quelques années une décision EADS où la commission des sanctions de l'AMF avait estimé qu'un *business plan* ne constituait une information privilégiée que pour les informations financières se rapportant à l'année en cours. Ces informations-là, contenues dans le *business plan*, devaient être considérées comme des estimations et peuvent avoir valeur d'informations privilégiées si elles diffèrent de ce qui, les concernant, a déjà été présenté au marché. Mais pour les informations du *business plan* concernant les années postérieures à l'exercice en cours, on pouvait en principe les considérer comme trop incertaines pour faire de leur détenteur un initié. Pour l'avenir à moyen terme, le *business plan* ne fait que tracer le cap vers lequel l'entreprise veut aller mais on ne sait absolument pas si elle y arrivera. Toutefois dans une décision de sanction de 2021 concernant Marie Brizard, la Commission des sanctions a infligé des sanctions considérables à des investisseurs marocains – 10 millions, 6 millions, 2 millions d'euros – à qui il était reproché, entre autres, d'être intervenues sur le titre en connaissance d'une mise à jour des échéances lointaines du *business plan* (des années 4, 5). Ces échéances étaient, dans le cadre de cette mise à jour, revues à la hausse, mais cet émetteur, coutumier des procédures collectives, n'avait jamais vraiment tenu ses promesses par le passé de sorte que ses prévisions étaient franchement peu fiables. L'AMF a néanmoins infligé ces sanctions énormes à ces personnes notamment parce qu'elles étaient intervenues sur le marché financier tout en ayant connaissance de cette information. On est donc obligé de reconnaître que, d'après cette jurisprudence, la connaissance d'un *business plan* peut vous rendre initié même à raison des informations financières qu'il livre sur le moyen terme et pas seulement sur l'année en cours, et cela peut hélas nourrir la réticence des fonds d'investissement à devenir, par un accès à cette information, « *restricted* », comme ils disent. C'est un vrai problème. Je ne sais pas si la cour d'appel de Paris, qui est saisie dans ce dossier Marie Brizard, va mettre un peu d'ordre là-dedans et corriger la décision de l'AMF parce que cette jurisprudence remet en cause la visibilité que nous apportait la décision EADS sur cette question de qualification du plan d'affaires au regard de la notion d'information privilégiée.

Michel Menjucq : On voit bien qu'il y a des contraintes. Est-ce que ces contraintes ne s'ajoutent pas parfois aux contraintes d'ordre réglementaire. Notamment, l'existence d'OPA obligatoires dans certaines circonstances ne constitue-t-elle pas une nouvelle contrainte à la restructuration du capital ? Le cas échéant, est-il possible d'obtenir des dérogations dans de tels cas d'OPA obligatoires ?

Alexandra Bigot : À mon sens, c'est une réelle contrainte pour les fonds, en tout cas quand il y a une opération d'apport de *new money* en capital et de conversion de dette en capital. Cela nécessite un temps considérable et beaucoup de pédagogie de la part des conseils. Le seul fait que plusieurs fonds ensemble convertissent de la dette en capital n'est pas en soi une action de concert mais souvent les fonds veulent pouvoir ensuite interférer dans la gestion,

conclure un pacte d'actionnaires, etc. Dans ce cas, ils sont généralement en action de concert et on risque de dépasser le seuil des 30 %. Il faut donc, obtenir une dérogation de l'AMF à l'obligation de déposer une OPA. Pour ma part, je n'ai pas connaissance de cas où la dérogation de l'AMF n'a pas été obtenue. À partir du moment où l'entreprise est en difficulté, l'AMF est pragmatique.

En revanche, et c'est pour cela qu'on essaie dans la mesure du possible de l'éviter, à chaque fois que les fonds vont être en situation d'avoir à demander une dérogation, ce sont des éléments fondamentaux de l'architecture de l'accord qui sont susceptibles d'être modifiés. Si le plan de redressement des nouveaux investisseurs comporte une très forte dilution des actionnaires existants, l'AMF va suggérer de leur émettre des BSA (bons de souscription d'actions), ou des actions gratuites, de laisser à ces actionnaires au moins un certain pourcentage du capital et/ou de leur permettre de souscrire à une plus grosse augmentation de capital avec DPS (droit préférentiel de souscription). Si les fonds n'ont pas à demander de dérogation et qu'à défaut de mise en œuvre en l'état – sous réserve d'ajustements marginaux – de l'accord conclu, qui est le produit de mois de négociations, ils sont susceptibles de se retirer de l'opération, l'AMF est nécessairement pragmatique. Elle l'est d'autant plus que les propositions qui lui sont faites ont été élaborées par les différentes parties sur la base de précédents et ne sont donc pas totalement déséquilibrées, même si certaines limites sont parfois testées. Si, en revanche, les fonds doivent demander une dérogation, sachant que cette dérogation est discrétionnaire, ils sont nécessairement à un moment obligés d'assouplir leur position sur certains points, l'AMF ayant de droit le dernier mot. Et comme l'investissement des fonds et sa structure sont totalement façonnés par le pourcentage du capital qu'ils obtiendront – car c'est cela qui conditionnera leur TRI (taux de retour sur investissement), avec la valeur de l'entreprise à terme – et que ces points ont déjà été longuement négociés entre investisseurs, avec la société voire avec les autres créanciers, cela complique vraiment les discussions.

Très souvent, nous expliquons aux clients, qui veulent *a priori* agir sur la gouvernance dans le futur et mettre en place un pacte d'actionnaires, les inconvénients que cela pose et le risque auquel ils s'exposent. Nous leur demandons si c'est vraiment important pour eux, sachant que l'identité des membres du premier conseil d'administration nommé lors de l'assemblée générale qui approuve l'opération de restructuration peut être contrôlée. Certes, les membres ainsi nommés peuvent être révoqués lors d'une assemblée générale ultérieure, mais finalement très souvent les fonds préfèrent ne pas sécuriser totalement leur position dans la gouvernance, ne pas être ainsi dans une action de concert qui créera d'autres difficultés en termes de franchissement de seuil ultérieurement et donc ne pas demander de dérogation. Ils préfèrent éviter de rentrer dans des négociations complexes avec l'AMF, en plus de celles menées avec la société et les autres créanciers.

Cela étant, à chaque fois que nous avons demandé une dérogation, nous l'avons obtenue.

En cas d'action de concert des investisseurs et de dépassement du seuil des 30 %, l'AMF accorde en principe toujours une dérogation à l'obligation de lancer une OPA, s'agissant d'entreprises en difficulté, mais celle-ci comporte souvent indirectement des contreparties sur la préservation des actionnaires existants (Alexandra Bigot).

Frédéric Abitbol : Pour ma part, je l'ai aussi toujours eue et je n'ai jamais bien compris pourquoi il y a des gens qui ne la demandent pas et qui entrent dans des raisonnements invraisemblables pour expliquer qu'ils n'agissent pas de concert.

Dominique Bompoin : Il est incontestablement préférable d'accorder la dérogation car ce n'est pas le meilleur moment, lorsque la société est au creux de la vague, de proposer, par le biais d'une offre publique, une sortie aux actionnaires. Par ailleurs, les textes ne sont pas très contraignants puisqu'il suffit, pour prétendre à une dérogation à l'OPA obligatoire, que l'on soit en présence d'une situation avérée de difficultés financières. C'est donc extrêmement souple. Il n'est pas nécessaire d'avoir demandé l'ouverture d'une procédure préventive ou de résorption des difficultés. En revanche, il faut que l'opération soit soumise à une assemblée d'actionnaires et cela signifie que l'on ne peut pas satisfaire cette condition par l'existence d'autorisations financières préexistantes. La tenue d'une assemblée ajoute un délai de 6 semaines mais surtout, cela ajoute un aléa. On n'est jamais certain que les actionnaires voteront dans le sens voulu. Cependant je ne suis pas certain que cela rajoute une réelle contrainte, car on peut estimer qu'une part non négligeable des actionnaires qui seraient hostiles au plan auront cédé leurs titres plutôt que de venir voter contre le plan en assemblée. En revanche, ce qui peut être embêtant c'est le scénario dans lequel la décision de dérogation obtenue auprès de l'AMF est contestée devant la cour d'appel de Paris. Dans cette hypothèse, cela rajoute 5 mois puisque la cour d'appel a 5 mois pour statuer sur les contestations frappant les décisions de l'AMF. Ce risque est peu fréquent mais s'il se produit, l'entreprise peut-elle tenir 5 mois de plus ? Donc que fait-on en cas de recours ? C'est compliqué d'attendre 5 mois pour que la restructuration prenne effet. C'est selon moi le sujet principal de la dérogation. Le problème n'est pas tellement la décision de l'AMF, ni celle de la cour d'appel de Paris qui suit généralement l'AMF, mais la difficulté de convaincre l'investisseur concerné par le risque d'OPA obligatoire que, si jamais il y a un recours – certes, on sait rapidement s'il y en a un puisque le délai est de 10 jours –, il faudra qu'il mette les fonds sans attendre l'arrêt de la cour d'appel, on fera tout pour obtenir le rejet du recours et on croisera les doigts. C'est plutôt pour cela que je vois le problème.

Alexandra Bigot : Vous avez tout à fait raison. En ce qui nous concerne, nous attendons généralement de savoir s'il y a un recours et prévoyons une possibilité de se dédire en cas de recours.

Dominique Bompoin : Imaginez le pouvoir de nuisance d'une seule personne car si vous saviez combien c'est facile de faire un recours... Il suffit simplement de détenir une action à la date à laquelle l'AMF statue. C'est une jurisprudence constante de la cour d'appel de Paris que personnellement je trouve dommageable mais elle est constante. Des gens ont pu acheter une seule petite action d'un émetteur après l'annonce publique d'une opération le concernant et qui était conditionnée à l'obtention d'une décision de l'AMF ; ils ont même pu dire publiquement qu'ils allaient prendre cette qualité d'actionnaire dans le seul but de contester devant la cour d'appel de Paris la décision de l'AMF à venir si jamais elle n'allait pas dans le sens qui leur semblait le bon, et malgré cela leur droit à agir en justice n'a pas été remis en cause. Et lorsque ces personnes forment un recours devant la cour d'appel de Paris et le perdent, elles ne sont quasiment jamais condamnées à des sommes un tant soit peu sérieuses sur le fondement de l'article 700 du CPC. Je n'ai aucun exemple où ces personnes se sont vu infliger des dommages-intérêts réellement dissuasifs pour éviter les actions en nuisance.

Alexandra Bigot : Et cela a été jugé bien-fondé ? Sur quelles bases ?

Dominique Bompoin : Les recours jugés bien fondés sont très rares et ont concerné des sociétés en bonne santé : OCP, Filipacchi Médias, Legrand-Schneider. Sur les sociétés en difficulté je n'ai pas en tête des recours qui auraient abouti à réformer ou annuler des décisions de l'AMF.

Alexandra Bigot : En ce qui nous concerne, nous disons à nos clients que sur une société en difficulté, le risque de recours est totalement improbable, mais nous ne pouvons pas leur dire que le risque est nul. Or, les montants en jeu peuvent être très importants s'ils doivent lancer une OPA. Je ne pensais pas qu'une personne titulaire d'une seule action pouvait sans motif lancer un recours, s'agissant de sociétés en difficultés.

Dominique Bompoin : Si, et les personnes qui font de tels recours ne se sont jamais vu infliger d'indemnité significative devant la cour d'appel.

Michel Menjucq : Il y a les OPA mais il y a aussi les offres publiques de retrait (OPR). Lorsqu'une société cotée en difficulté est prête, pour les besoins de son redressement, à se séparer de ses principaux actifs, n'y a-t-il pas une contrainte dans un tel cas en raison de l'exigence d'une OPR ? L'AMF a-t-elle une position compréhensive à cet égard ?

Dominique Bompoin : Les OPR ne se posent que s'il y a un actionnaire majoritaire parce que c'est à lui qu'on présente la note, c'est lui qu'on oblige à déposer une OPE. C'est la grande différence avec le droit de retrait que l'on a dans les sociétés européennes, où c'est à la société elle-même que l'actionnaire demande le rachat de ses titres. Les OPR ne peuvent concerner que les sociétés qui sont contrôlées majoritairement et qui vont disposer du principal de leurs actifs dans le cadre de la restructuration. Soit qu'elles le cèdent, soit qu'elles prévoient de le transférer à une fiducie mais c'est plus rare. J'ai vu des dérogations à OPR accordées dans de tels cas – nécessité économique fait loi à l'AMF si on résume la pratique décisionnelle de l'autorité boursière. Il y a eu des fiducies dont la constitution a été exemptée d'OPR dans les dossiers CNIM et Pierre et Vacances.

Michel Menjucq : Les montages fiduciaires mis en œuvre dans cette situation qui sont efficaces pour rassurer les apporteurs de fond ne risquent-ils pas d'être entravés par le droit des marchés financiers ?

Dominique Bompoin : L'AMF a accordé des dérogations à OPR assez commodément en considérant le redressement que permettait cette opération. On sait que quand une société contrôlée entreprend de céder la totalité ou le principal de ses actifs, l'actionnaire majoritaire n'est pas sûr, pour autant, d'avoir à faire une offre publique de retrait. Il faut aller voir l'AMF et envisager avec elle si l'opération est susceptible de porter atteinte aux droits des actionnaires minoritaires. Si on la convainc que c'est pour le bien de l'entreprise et, partant, des actionnaires, l'OPR ne sera pas exigée. Néanmoins il faut que l'AMF ait pu faire un certain nombre de constats, et ce qui, dans le contexte, peut aider, c'est que l'opération ait été approuvée par l'assemblée des actionnaires. C'est une application d'une recommandation sur les cessions d'actifs significatifs qu'elle a prise en 2015, à la suite des opérations Alstom General Electric et Vivendi SFR, où elle considère que lorsqu'on remplit certains tests d'importance sur 5 paramètres qu'elle fixe, il est souhaitable de consulter les actionnaires (consulter, pas forcément conditionner la décision à leur approbation). Dans ces deux dossiers d'OPR que j'ai cités tout à l'heure cette consultation était intervenue. Et sans surprise le taux d'approbation a été de 99 % parce que ceux qui étaient contre avaient vendu... à des investisseurs qui, par construction, rentrent au capital parce qu'ils sont en faveur des projets de restructuration sur lesquels l'assemblée va devoir se prononcer. La conception démocratique du vote en assemblée est un peu faussée puisqu'elle ne rassemble que des participants favorables à l'opération. Si j'ai bien compris, avec la réforme du mois de septembre dernier⁴, on peut se dispenser pour certaines décisions de l'accord des actionnaires. Je ne sais pas si le bénéfice de cet allègement est compatible avec les conditions qui permettent à l'AMF d'accorder une dérogation à l'OPR, si cette

4. Ord. n° 2021-1193, 15 sept. 2021, portant modification du livre VI du Code de commerce : JO 16 sept. 2021, texte n° 21.

autorité attache une importance au fait que les actionnaires aient statué. Si un émetteur souhaite imposer aux actionnaires un plan en ne leur permettant pas de voter ou en passant outre un vote contre, il faut espérer que l'on n'ait pas besoin d'une dérogation à l'OPR derrière ; ceci étant recourir à la possibilité de passer outre la décision des actionnaires ne se conçoit, en bonne logique, que dans les sociétés non contrôlées, là où la question de l'OPR ne peut pas se poser. Sur le plan des principes ces dérogations à OPR ont aussi été accordées en considérant qu'un expert indépendant était intervenu pour évaluer les biens mis en fiducie. Or, il me semble que le régime des fiducies s'est dernièrement allégé sur ce point, il y a un peu moins d'évaluations à faire, mais peut-être que vous me corrigerez. Cela peut affaiblir un dossier d'OPR. C'est toujours mieux de dire à l'AMF que les actionnaires ont voté, qu'un expert est intervenu.

Alexandra Bigot : Tout ce que dit Dominique me semble très juste. Alors s'il faut un expert, on fera intervenir un expert dans le futur. Par ailleurs, il est vrai que dans tous les dossiers dans lesquels je suis intervenue, nous avons eu à consulter l'assemblée des actionnaires. Je n'ai malheureusement jamais eu la chance d'avoir des délégations suffisantes pour faire des conversions de dettes qui entraient dans le quantum les déléguations.

En revanche, la nouvelle ordonnance, qui sera sans doute ratifiée après avoir été un peu toilettée, est je trouve assez problématique pour les sociétés cotées. L'objet des nouvelles dispositions est d'avoir une approche plus économique que juridique et notamment d'éviter que des personnes qui sont complètement en dehors de la monnaie puissent bloquer une restructuration, qu'il s'agisse d'actionnaires ou de créanciers. La directive avait laissé plusieurs options ouvertes, et le texte de transposition français a finalement considéré que les actionnaires étaient des créanciers comme les autres qui devaient ainsi être intégrés dans les classes de créanciers. Mais nous avons gardé un tropisme très favorable aux actionnaires en France et finalement l'ordonnance prévoit que ce ne sont pas des créanciers tout à fait comme les autres.

Afin de pouvoir approuver un plan sans leur accord, des conditions supplémentaires ont été prévues par rapport aux autres créanciers. D'abord, il faut que les actionnaires soient en dehors de la monnaie, ce qui est somme toute logique – sauf que cela n'est pas requis d'un créancier, un plan pouvant être voté sans l'accord d'un créancier alors même qu'il est dans la monnaie. Mais ce qui est plus problématique pour les sociétés cotées, c'est que toute augmentation de capital en numéraire doit être proposée en priorité aux actionnaires. Cela veut dire que seules des augmentations de capital avec DPS peuvent être proposées. Or, la plupart des opérations qui incluent une conversion de dettes, détenues par des investisseurs étrangers qui ont acheté la dette à un prix décoté pour la convertir au capital, se font avec deux types d'augmentation de capital : une réservée et une augmentation de capital avec DPS. L'essentiel est en général fait par une augmentation de capital réservée (tant pour la conversion de dettes en capital que pour la *new money*) : celle-ci permet d'assurer aux investisseurs d'avoir un pourcentage minimum du capital, ce qui leur permet d'évaluer leur TRI (taux de retour sur investissement) attendu en fonction de ce pourcentage et de leurs projections sur la valeur de l'entreprise lors de leur date de sortie. L'augmentation de capital avec DPS est là, la plupart du temps, pour deux raisons : d'une part, pour être sûr que les actionnaires existants approuvent l'opération en leur laissant une possibilité de se refaire s'ils le souhaitent et d'autre part, parce que, s'il y a une demande de dérogation auprès de l'AMF, celle-ci poussera pour qu'il y ait une augmentation de capital avec DPS la plus élevée possible. La plupart du temps on met ainsi en œuvre ces deux types d'augmentations de capital pour concilier ces objectifs contradictoires.

Désormais, en cas d'application forcée interclasses au détriment des actionnaires, il ne sera plus possible de faire une augmentation de capital réservée, même pour la seule partie correspondant non à de la *new money* mais juste à l'incorporation de la dette au capi-

tal (cette souscription par compensation ne retirant rien au caractère en numéraire de l'augmentation de capital). On pourrait certes faire une augmentation de capital en nature en apportant les créances, mais cela soulèverait d'autres difficultés. On devra donc faire uniquement une augmentation de capital en numéraire. Cela signifie que l'on ne pourra pas réserver un montant fixe aux investisseurs et que l'on devra faire une augmentation de capital avec DPS qui sera beaucoup plus importante. Par exemple, s'il y avait 500 millions d'euros de dette à convertir et que l'on voulait faire une augmentation réservée de 500 millions et une augmentation de capital avec DPS de 100 millions d'euros, on devra faire à la place une augmentation de capital avec DPS de 600 millions d'euros et on espérera, côté investisseurs, que le public ne souscrive pas les 600 millions. Si le public souscrit 600 millions, c'est indifférent pour l'entreprise puisque les 500 millions « *sur-souscrits* » viendront rembourser la dette. L'entreprise sera, certes, sans doute un peu plus fragile avec un capital disséminé et l'absence d'actionnaire de référence, mais son bilan sera identique. Les investisseurs, eux, se verront rembourser le nominal de la dette, mais ce n'est pas leur *business model* : ils n'achètent pas de la dette juste pour être remboursés en principal. Leur *business model* est de prendre le contrôle, de devenir actionnaires et de pouvoir bénéficier de l'accroissement de la valorisation de l'entreprise. La suppression de toute augmentation de capital réservée en cas de plan imposé à des actionnaires complique donc énormément les choses pour les fonds en rendant bien moins attrayant leur investissement potentiel dans de grosses entreprises cotées françaises.

Je crains en conséquence que, dans le futur, toutes les augmentations de capital par conversion de dettes détenues par des fonds continuent à se faire comme elles se faisaient avant, c'est-à-dire en nécessitant l'accord des actionnaires. On continuera à avoir des situations où les actionnaires sont hors de la monnaie, c'est-à-dire que leurs actions ne valent plus rien, où des créanciers font des efforts et reçoivent moins que leur créance mais où les actionnaires gardent, eux, un pourcentage du capital non négligeable, ce qui pour des investisseurs anglo-saxons n'est pas compréhensible. À noter que, pour les établissements bancaires français qui n'ont généralement pas d'appétit pour devenir actionnaires et souhaitent essentiellement être remboursés des sommes qu'ils ont prêtées, cette restriction posée par l'ordonnance n'a pas d'incidence.

La nouvelle ordonnance prévoit que pour qu'un plan soit imposé aux actionnaires, toute augmentation de capital doit être proposée en priorité aux actionnaires, ce qui remet en cause la possibilité de faire des augmentations de capital réservées, y compris pour incorporer la dette au capital, ce qui va en pratique restreindre les cas d'application forcée interclasses contre les actionnaires de sociétés cotées (Alexandra Bigot).

Frédéric Abitbol : Je pense qu'il y aura des solutions techniques. Je vous fais confiance pour arriver à continuer à faire ces augmentations de capital par conversion de dettes. Et franchement si le marché décide que les gens veulent financer une augmentation de capital qui rembourse la dette, qui peut critiquer ça ?

Alexandra Bigot : Non ce n'est pas critiquable pour l'entreprise bien sûr, mais pour l'investisseur ce n'est pas du tout le même *business model*. Est-ce que l'on investit de la même manière

sachant que l'on n'a pas de certitude sur la plus-value potentielle correspondant à son *business model* ? Cela change complètement la vision financière des choses.

Frédéric Abitbol : Mais ça c'est vraiment leur problème, pas du tout celui de l'entreprise et des autres parties prenantes.

Alexandra Bigot : Non, c'est le problème de la société car elle a besoin de ces investisseurs.

Frédéric Abitbol : On peut en débattre. À mon sens, le cas dans lequel le marché va souscrire une augmentation de capital pour rembourser au pair une dette qui a triplé est largement hypothétique. Sur le papier c'est mécanique, c'est indiscutable. Dans la « vraie vie », je doute que le public vienne financer en augmentation de capital le remboursement d'une dette que la société n'était pas capable d'honorer par ses propres moyens.

Un autre sujet me paraît poser un problème pour les sociétés cotées. On sait tous que l'AMF a tendance à beaucoup se préoccuper du sort des petits porteurs et qu'on leur réserve une place probablement plus importante que celle qui devrait leur revenir. Dans le plan imposé interclasse, on sait que l'article L. 626-32, 3° du Code de commerce prévoit que, pour faire un *cross class cram down*, le tribunal doit vérifier que « les créances des créanciers affectés d'une classe qui a voté contre le plan sont intégralement désintéressées par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan ». Dit autrement, la règle de la « priorité absolue » interdit, en principe, l'adoption d'un plan imposé interclasse si une classe de créanciers a voté contre le plan et que ce plan prévoit qu'on laisse quelque chose aux actionnaires. Et si ça ne marche pas, nous avons un problème...

Sauf dérogation accordée par le tribunal, il ne semble pas possible d'imposer un plan si une classe de créanciers a voté contre le plan et que les actionnaires conservent un intéressement (Frédéric Abitbol).

Alexandra Bigot : Je suis tout à fait d'accord, ça ne marche pas.

Michel Menjucq : Que préconiserez-vous ? Une modification lors de la ratification ?

Alexandra Bigot : Le tribunal peut octroyer une dérogation à la règle de priorité absolue que vient d'énoncer Frédéric. Il faut donc s'en remettre à la sagesse du tribunal.

Michel Menjucq : Ou à celle du législateur... La nouvelle ordonnance pose des difficultés. Aurait-il fallu prévoir des dispositions propres aux sociétés cotées ? Numériquement cela ne doit pas concerner beaucoup de débiteurs mais n'aurait-on pas pu avoir quelques dispositions spécifiques ? Est-ce que cela aurait été opportun à votre avis ?

Dominique Bompont : J'ai l'impression que ce qui est problématique, c'est l'exigence d'un droit préférentiel de souscription. C'est probablement quelque chose qui pourrait être reconsidéré. Il serait peut-être pertinent qu'on relâche les obligations d'information dans certains cas mais le règlement MAR ne va pas dans cette nuance. Sur le fonctionnement des sociétés cotées, les règles ne pourraient-elles pas être simplifiées sur les augmentations de capital sans DPS dans ce contexte ? Lorsqu'on fait des opérations sans DPS, les décotes par rapport au cours de bourse sont plafonnées s'il n'y a pas une émission réservée. Je ne sais pas si cela vous a créé des contraintes. Peut-être que dans des opérations comme celles-là, on pourrait alléger cette règle qui peut être problématique.

Alexandra Bigot : Je vois peut-être un point positif quand même pour les sociétés cotées. *A priori* on n'est plus soumis aux règles du droit des sociétés en matière de quorum. Or, il est arrivé dans le

passé que les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées convoquées pour voter sur l'opération de restructuration n'atteignent pas le quorum à la première assemblée. J'ai l'impression que l'on n'a plus besoin de quorum. Le seul renvoi au droit des sociétés prévu par l'ordonnance concerne la convocation de l'AG mais pas ses modalités de vote.

Néanmoins, je crois que les restructurations de sociétés cotées pour les non-initiés comme nous, contrairement à Dominique, sont vraiment une source de complexité. Et la nouvelle ordonnance va accroître la complexité, notamment pour les administrateurs judiciaires qui vont devoir composer les classes et maîtriser tout cela en même temps.

Frédéric Abitbol : Oui mais c'est intéressant, nous allons avoir à défricher plein de choses. On va s'adapter et le texte offre plein de possibilités de trouver des solutions intelligentes. Certes ce n'est pas parfait mais c'est quand même beaucoup mieux que nos anciens comités de créanciers qui n'avaient quand même ni queue ni tête. C'est un grand pas en avant. On continue à aller dans la bonne direction.

Michel Menjucq : Le traitement des sociétés cotées présentera-t-il une complexité particulière ?

Frédéric Abitbol : Pas particulièrement. Simplement il faudra réfléchir à la façon pratique de faire voter la classe de créanciers détenteurs de capital.

Dominique Bompont : Je ne sais pas quelle expérience vous avez des agences en conseil de vote sur ces sujets-là mais quand on a des décisions qui requièrent les deux tiers des votes, il n'est pas rare que les recommandations que des agences en conseil de vote comme ISS (Institutional Shareholder Services) diffusent puissent avoir une incidence non négligeable sur la possibilité d'atteindre ou non la majorité extraordinaire. L'ennui c'est que si ces personnes s'intéressent à la société en question, la recommandation qu'ils vont émettre sera davantage inspirée par la cohérence de leur politique de vote sur le pays concerné que par l'intérêt de l'entreprise en cause. Ils n'ont aucun intérêt financier dans la société. On n'achète leurs services qu'autant qu'on trouve que leur politique, leurs préconisations de vote sont cohérentes, transparentes, compréhensibles. En tout cas, ils pourraient dans leurs recommandations raisonner pour Pierre et Vacances comme pour Vallourec, et pour Vallourec exactement comme pour une autre société. Ce qui compte pour eux, c'est d'être constants sur un pays donné. Je ne sais pas si vous avez l'habitude de monter au créneau pour aller voir ces gens-là. En tout cas les émetteurs le font et vont discuter avec des interlocuteurs plus ou moins expérimentés en matière de gestion d'entreprises mais qui ont, selon le sens de la recommandation qu'ils vont donner, un pouvoir d'entraînement assez fort, assez mécanique, assez mimétique, vis-à-vis des actionnaires. Beaucoup d'investisseurs institutionnels achètent ces recommandations au prix d'un abonnement annuel. Ils ne vont pas perdre leur temps à aller les analyser, si même ils prennent connaissance de leur teneur, ce qui ne doit pas être très fréquent. Donc ça peut être une situation assez frustrante pour un émetteur confronté à une décision d'assemblée vitale, de dialoguer avec un interlocuteur qui s'abrite derrière une politique de vote applicable à la France tout entière et consistant par exemple à refuser une dilution supérieure à un certain montant quel que soit le contexte de l'augmentation de capital en question. Quand vous tombez sur un tel interlocuteur, c'est compliqué. C'est ce travail de persuasion que les émetteurs entreprennent en amont des assemblées générales puisque s'ils veulent faire passer une résolution qui requiert la majorité des 2/3 – et pour les modifications des statuts c'est le cas – les votes exprimés sous l'influence des recommandations négatives des agences en conseil de vote peuvent facilement atteindre la minorité de blocage. Bloquer une majorité simple, c'est beaucoup plus difficile mais atteindre 1/3, c'est possible. Si la société n'arrive pas à faire adopter ses résolutions, ce n'est pas le problème de l'agence en conseil de vote, cela n'a pas d'effets concrets pour

eux. Ils préfèrent avoir une cohérence dans leur politique. Je trouve que c'est assez regrettable comme issue.

L'influence des agences en conseil de vote peut compliquer l'adoption des résolutions nécessaires à la restructuration de la société (Dominique Bompoin).

Alexandra Bigot : Pour ma part je ne l'ai jamais fait, mais je sais que les banquiers d'affaires vont les voir systématiquement avec

les émetteurs pour essayer d'avoir le plus de voix possible à l'assemblée générale. Donc, je n'ai pas eu l'expérience directement mais j'ai cru comprendre que c'était parfois frustrant.

Dominique Bompoin : Il ne faudrait pas que ISS se transforme en ICS (Institutional Creditors Services) car s'ils se mettent à faire des recommandations de vote aux créanciers, là vous allez être bien embêtés... Tant que c'est sur les « *Shareholders* » ça va mais s'ils s'amuse à faire des recommandations de vote aux créanciers on risque de manger des ronds de chapeau !

Mots-Clés : Sociétés cotées en difficulté - Prévention - Confidentialité - Obligation de transparence

Crise du Covid-19 : les faillites d'entreprises restent au plus bas

La Croix

12 janvier 2022

Crise du Covid-19 : les faillites d'entreprises restent au plus bas

Déjà fortement en chute en 2020, le nombre de défaillances d'entreprise a continué à baisser fortement en 2021. Au point que certains cabinets de liquidateurs s'inquiètent désormais de leur propre baisse d'activité.

La vague de faillites un temps redoutée n'a pas déferlé. Mieux, les chiffres publiés mercredi 12 janvier par la Banque de France montrent que le reflux continue. L'année dernière, 27 285 entreprises sont entrées en procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. C'est 12,7 % de moins que l'année précédente. Or, l'année 2020 avait déjà été marquée par un nombre historiquement bas de défaillances, en chute de 40 %.

L'effet des aides massives et rapides

Plus la crise dure, moins les entreprises trébuchent. Un paradoxe qui n'étonne pourtant nullement les spécialistes du secteur. « Une procédure collective intervient quand une entreprise est à court d'argent. Or, avec les mesures du gouvernement, il n'y a jamais eu autant d'argent dans le bilan des entreprises », explique Frédéric Abitbol, président du Conseil national des administrateurs judiciaires et des mandataires judiciaires (CNAJMJ).

Massif, le soutien aux entreprises a aussi été rapidement déployé. Et c'est ce qui a fait toute la différence, relève Patrick Coupeaud, juge au tribunal de commerce de Paris et délégué général au traitement des difficultés des entreprises : « Contrairement à ce qui a pu se passer lors d'autres crises, les aides sont arrivées au bon moment sur le terrain, avant que les difficultés ne rendent la situation irréversible. C'est cela qui a permis d'éviter des cascades de faillites ».

Pas de scénario catastrophe en vue

Reste évidemment la question de savoir si les faillites qui manquent dans les statistiques de 2020 et de 2021 sont vouées à venir gonfler les chiffres des années à venir. Ce scénario catastrophe, longtemps redouté, n'a plus guère d'adeptes. « Le tsunami, on n'y croit pas. On s'attend à un retour progressif au nombre habituel de défaillances, mais il n'y a pas de raison que les entreprises qui ont tenu durant la crise s'écroulent en masse une fois celle-ci passée », assure Patrick Coupeaud.

Dans les mois et les années à venir, les entreprises devront toutefois rembourser les milliards d'euros de prêts garantis par l'État

(PGE). Mais, pour le moment, les signaux ne sont pas au rouge, en dehors de difficultés ciblées sur certains secteurs particulièrement touchés, dans la restauration, le tourisme ou l'événementiel.

Les milliards du « quoi qu'il en coûte » pourraient même au contraire renforcer le tissu économique, estime Frédéric Abitbol : « Cela fait des décennies qu'on se plaint que les entreprises françaises n'investissent pas assez. Or, avec les PGE, et même si ce n'était pas l'objectif initial, beaucoup disposent désormais de l'argent dont elles ont besoin pour préparer l'avenir et gagner en compétitivité. »

Le bonheur des uns...

Pour les mois et les années à venir, le pessimisme n'a donc pas lieu d'être en matière de faillites. Mais le bonheur des uns peut aussi faire le malheur des autres, et ce sont désormais les spécialistes de l'accompagnement des entreprises en difficulté qui se retrouvent... en difficulté. Un secteur qui emploie près de 4 000 salariés.

Une enquête menée en octobre dernier par l'Institut français des praticiens des procédures collectives (IFPPC) a ainsi révélé que près de 90 % des mandataires de justice avaient subi une perte d'activité d'au moins 30 % en 2020. Et près de 70 % tablaient sur une nouvelle baisse d'au moins 20 % en 2021. Résultat, plus des trois quarts des mandataires ont mis une partie de leur personnel au chômage partiel durant la crise. Et un sur deux envisage de réduire ses effectifs.

« Pas de liquidation de liquidateurs »

« On n'a pas encore vu des liquidations de liquidateurs, mais la situation de certains pourrait devenir inquiétante », confie Patrick Coupeaud. En effet, l'essentiel de la rémunération des mandataires et administrateurs est perçu lorsque le dossier est réglé. Autrement dit, douze à dix-huit mois après le début de l'accompagnement. Les cabinets spécialisés ont donc continué en 2020 et sur une bonne partie de 2021 à encaisser les sommes liées à des procédures ouvertes avant la pandémie

Avec la baisse du nombre de nouveaux dossiers, le chiffre d'affaires est appelé à chuter. « Pour éviter tout risque de conflit d'intérêts, la réglementation nous interdit de mener toute autre activité en parallèle », rappelle Frédéric Abitbol. Impossible donc de compenser ce qui manque dans l'accompagnement des entreprises en difficulté en proposant d'autres prestations, comme du conseil. Pour tenir durant cette période de basses eaux, les professionnels exhortent donc les pouvoirs publics à desserrer l'étau, revendiquant de pouvoir se diversifier comme administrateur indépendant dans les entreprises ou comme médiateur interentreprises.

Les microentreprises plus touchées

Une majorité de microentreprises

Sur les 27 258 entreprises qui ont fait défaillance en 2021, l'immense majorité sont de toutes petites structures.

25 744 procédures concernent des microentreprises, 1 359 des très petites ou de petites entreprises, 155 des entreprises moyennes et 27 seulement des entreprises de taille intermédiaire ou des grandes entreprises.

L'hôtellerie-restauration résiste

La baisse du nombre de défaillances entre 2019 et 2021 atteint en moyenne 46 %. Mais elle s'avère plus forte encore dans certains secteurs particulièrement touchés mais aussi particulièrement aidés. C'est notamment le cas de l'hôtellerie-restauration où les défaillances chutent de plus de 60 % en deux ans.



https://i.la-croix.com/1400x933/smart/2022/01/12/1201194436/baisse-nombre-defaillances-entre-2019-2021-savereforte-encore-certains-secteurs-particulierement-aides-notamment-lhotellerie-restauration_0.jpg

Crise du Covid-19 : les faillites d'entreprises restent au plus bas ×



https://i.la-croix.com/729x0/smart/2022/01/12/1201194436/baisse-nombre-defaillances-entre-2019-2021-savereforte-encore-certains-secteurs-particulierement-aides-notamment-lhotellerie-restauration_0.jpg

La baisse du nombre de défaillances entre 2019 et 2021 s'avère plus forte encore dans certains secteurs particulièrement aidés, notamment dans l'hôtellerie-restauration.

par Mathieu Castagnet



L'institution de classes de parties affectées

La Semaine Juridique –
Entreprises et Affaires n°49

9 décembre 2021

CLASSES DE PARTIES AFFECTÉES

1527

L'institution de classes de parties affectées

L'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 prévoit l'organisation des créanciers et, le cas échéant, des détenteurs de capital, en « classes de parties affectées », appelées à voter sur le projet de plan de restructuration, ainsi que la possibilité pour le tribunal d'arrêter un plan en dépit du vote négatif d'une ou plusieurs classes. Cette contribution revient sur les principes gouvernant la constitution des classes et sur la possibilité d'utiliser la latitude laissée sur ce point afin de favoriser l'adoption du plan.

Table ronde avec :

Frédéric Abitbol,
administrateur judiciaire

Valérie Leloup Thomas,
mandataire judiciaire

Nicolas Partouche,
avocat au barreau de Paris

et David Robine,
professeur à l'université Paris Nanterre

1 - Domaine et principes de fonctionnement des classes de parties affectées (David Robine). - L'institution du mécanisme des classes de parties affectées dans les droits nationaux des États membres, et plus précisément dans les procédures faisant office de cadre de restructuration préventive harmonisé, est une exigence de la directive 2019/1023 du 20 juin 2019¹. Pour y répondre, l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021² a fait disparaître les comités de créanciers de la procédure de sauvegarde accélérée et, par contagion, de la sauvegarde ainsi que du redressement judiciaire pour les remplacer par ces classes de parties affectées qui concernent, outre les créanciers, les détenteurs de capital au sens du texte.

Le domaine du mécanisme est cependant bien circonscrit. Il faut en effet, en principe, pour qu'il s'applique dans les procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire, que les seuils prévus par l'article R. 626-52 du Code de commerce (250 salariés et 20 millions d'euros de chiffre d'affaires net, ou 40 millions d'euros de chiffre d'affaires net) soient respectés. On peut espérer que la défaillance d'entreprises aussi importantes ne soit pas trop fréquente. Pour autant, il ne faut pas minimiser l'impact de l'innovation. D'abord, ces seuils n'auront pas toujours à être respectés. En effet, les classes

de parties affectées seront toujours présentes en sauvegarde accélérée alors qu'un débiteur peut désormais, dans la continuité des mesures adoptées pour faire face aux conséquences de la crise sanitaire, bénéficier de cette procédure sans condition de taille. De plus, lorsque les seuils prévus à l'article R. 626-52 ne sont pas atteints, le juge-commissaire peut autoriser la constitution de classes de parties affectées sur demande du débiteur, en sauvegarde ou en redressement judiciaire, ou de l'administrateur en redressement judiciaire. Ensuite, une consolidation est prévue puisque les classes de parties affectées seront constituées dans les procédures relatives aux sociétés qui en détiennent ou contrôlent une autre, au sens des articles L. 233-1 et L. 233-3, dès lors que l'ensemble des sociétés concernées atteint les seuils précités. Enfin, et en tout état de cause, l'importance des entreprises qui sont concernées rejaillit sur l'intérêt qu'il faut porter au mécanisme des classes de parties affectées et aux modifications qu'entraîne son institution en droit français.

Or, ces modifications sont profondes et ne se résument pas à un simple changement de nom. Certes, il s'agit toujours de consulter des collectivités de créanciers et, au-delà désormais, de parties affectées, sur un projet de plan qui peut être adopté par chacune d'elles à une majorité des deux tiers³. Autrement dit, au sein de chaque classe les majoritaires peuvent, comme auparavant dans les comités, imposer leur opinion aux minoritaires. Il existe ainsi un mécanisme de *cram down* (application forcée) qui devrait néanmoins être moins problématique en raison du critère de regroupement des parties affectées. En effet, désormais, ce n'est plus leur qualité (établissement de crédit, principal fournisseur ou obligataire) mais l'existence d'une communauté d'intérêt économique suffisante caractérisée prioritairement, mais pas seulement, par leur rang qui est retenue. Or, puisqu'il existe une homogénéité de situations au sein d'une classe, une égalité de traitement des parties affectées est retenue (*C. com.*, art. L. 626-31, 2°), ce qui devrait réduire les hypothèses de minorités de blocage ou d'écrasement des minoritaires.

1 PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019 : JOUE n° L 172, 26 juin 2019, p. 18 ; JCP E 2019, act. 451 ; JCP E 2019, act. 493.

2 Ord. n° 2021-1193, 15 sept. 2021 : JO 16 sept. 2021, texte n° 21 ; JCP E 2021, act. 647 ; JCP E 2021, act. 672, obs. L. Sautonie-Laguionie.

3 V. infra C. Fort et G. C. Giorgini, *Les critères de vote et d'adoption du plan* : JCP E 2021, 1528.

En revanche, des différences de traitement pourront, et c'est consubstantiel au mécanisme, exister entre les classes. On imagine alors que certaines de ces classes voteront contre le projet de plan. Pour autant, le plan pourra être adopté car une ou des classes pourront l'imposer à d'autres classes, dissidentes, qui ont voté contre. Il y aura donc une application forcée interclasse ou *cross-class cram-down* qui n'existait pas dans le cadre des comités. Cependant, cette application forcée interclasse ne peut intervenir que dans des conditions qui permettent de sauvegarder les droits des créanciers dissidents de rang supérieur et de ceux dont le rang permettrait d'obtenir un paiement notamment s'il y avait liquidation judiciaire⁴.

2 - Une nouvelle logique qui conduit à examiner les droits des uns et des autres (Frédéric Abitbol). - Le nouveau texte induit en effet un bouleversement fondamental. Selon notre logique historique, qui va perdurer pour les dossiers « hors classes », c'est-à-dire 99 % des dossiers, un plan de sauvegarde ou de redressement repose, fondamentalement, sur un traitement uniforme des créanciers. Aucun abandon ne peut leur être imposé, ce qui est une protection très forte, mais ils peuvent être rééchelonnés sur 10 ans maximum, ce qui est, inversement, parfois vécu comme une contrainte très forte. La nouvelle logique conduit à examiner les droits des uns et des autres : schématiquement, le Trésor public passe devant le créancier nanti, qui passe devant l'URSSAF, qui passe devant le fournisseur. Dans un plan « à classes », cela devra conduire à payer d'abord 100 % de sa créance au Trésor public, par exemple sur les 2 premières années, puis 100 % de sa créance au créancier nanti par exemple sur les 2 années suivantes, puis 100 % de sa créance à l'URSSAF, ici encore par exemple sur les 2 années suivantes, puis enfin 100 % des dettes chirographaires, qui n'auront donc, dans notre exemple, absolument rien touché pendant 6 ans.

3 - Complexité du mécanisme des classes de parties affectées et enjeux de son introduction en droit français (David Robine). - On perçoit qu'il existe une forme de hiérarchisation entre les classes qui justifie la référence principalement au rang pour regrouper les parties affectées.

Si l'on s'en tenait là, le mécanisme des classes de parties affectées serait relativement simple. En réalité, il est beaucoup plus complexe pour différentes raisons. Avant tout, la répartition des créanciers n'intervient pas uniquement en fonction de leur rang. Ensuite, même si l'on ne prend en compte que ce rang, la complexité du droit français des sûretés ne permet pas d'établir un ordre de paiement, une *waterfall*, qui s'impose toujours à l'évidence malgré les apports de la réforme et l'établissement d'un classement des créanciers à l'article L. 643-8 du Code de commerce. Il existe donc en réalité une certaine latitude laissée à l'administrateur judiciaire qui doit constituer les classes et c'est là que le mécanisme devient particulièrement subtil. Il faut en effet garder à l'esprit que les classes sont constituées en vue de l'adoption du plan et que cette latitude dans la constitution peut, dans une certaine mesure, être utilisée de façon téléologique. Il s'agira de parvenir à une répartition des parties affectées à même de

permettre cette adoption. Les changements résultant de l'institution des classes de parties affectées sont donc complexes et importants.

Il faut alors s'interroger sur les raisons de ce chamboulement. Bien sûr, il était imposé par la directive de 2019. Mais on ne peut y voir un simple diktat européen destiné à obliger les juristes français à sortir de leur confort et de leurs habitudes. Ce nouveau système a une vertu indéniable : il permet d'éviter que des créanciers disposant d'une minorité de blocage exercent une pression pour obtenir des avantages dans le cadre du plan alors même qu'ils n'auraient pas vocation à être désintéressés si le débiteur était mis en liquidation judiciaire. D'autres effets donneront davantage lieu à discussion. Tel est le cas de la possibilité d'imposer le plan aux détenteurs de capital mais aussi du rééquilibrage des procédures françaises en faveur des créanciers au détriment des pouvoirs du tribunal.

Les classes de parties affectées appelleront également des discussions plus techniques car l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 est imprécise sur certains sujets pourtant essentiels et la directive n'est pas d'un grand secours. En effet, si des indications sont fournies pour la constitution des classes, elles semblent bien insuffisantes pour résoudre les difficultés qui se présenteront en dehors des dossiers les plus simples. L'administrateur judiciaire devra alors exercer son nouveau rôle de chef d'orchestre avec talent pour éviter la cacophonie. De même, la mise en œuvre de dispositions protectrices des parties affectées dissidentes⁵, on pense à la règle de la priorité absolue et à la règle du meilleur intérêt, pourra rendre la mécanique des classes complexe et onéreuse, surtout si on la combine avec les subtilités de leur constitution. Le droit comparé alimentera la réflexion sur ces sujets. Cependant, il est certainement préférable que le droit français adopte sa conception du fonctionnement des classes et ce colloque est là pour y contribuer.

À cette fin, il est avant tout nécessaire d'analyser, de façon statique, les principes gouvernant la constitution des classes. Il sera alors possible de déterminer, de façon plus dynamique, comment cette constitution des classes peut influencer l'adoption ou non du plan.

1. Les principes gouvernant la constitution des classes

4 - Mode d'emploi de la constitution des classes de parties affectées (David Robine). - L'article L. 626-30 du Code de commerce donne un mode d'emploi de la constitution des classes de parties affectées. Avant tout, par définition, seules les parties affectées en sont membres. Cette notion inclut principalement les créanciers dont les droits sont directement affectés par le projet de plan. Mais elle englobe également les détenteurs de capital, tels que définis par le texte, affectés par le projet de plan⁶. En revanche, les créances résultant du contrat de travail, les droits à pension acquis au titre d'un régime de retraite professionnelle et les créances alimentaires ne sont pas affectés par le plan et ne peuvent, par conséquent, conduire à l'inclusion du créancier dans une classe de parties affectées. Par ailleurs,

5 C'est-à-dire qui ont voté contre le projet de plan néanmoins adopté.

6 Sur l'application du mécanisme des classes de parties affectées aux détenteurs de capital, V. ce dossier, M. Laroche et A. Diesbeck, *Les détenteurs de capital* : JCP E 2021, 1530.

4 V. *infra* n° 37 et s.

les parties affectées sont déterminées au vu des créances et droits nés antérieurement au jugement d'ouverture⁷.

5 - Sort des créances de l'AGS (Valérie Leloup-Thomas). - Il convient ici de s'interroger sur le sort des créances de l'AGS notamment celles existant à l'ouverture de la procédure ou celles résultant du licenciement intervenant en période d'observation (en sauvegarde et redressement judiciaire).

Certes, le superprivilège est « *hors plan* » et donc hors classes ; mais qu'en est-il des créances privilégiées et chirographaires de l'AGS ? Si l'on considère qu'il s'agit de créances résultant du contrat de travail, elles seront clairement non affectées par le plan.

6 - Créances de travailleurs (Nicolas Partouche). - Le législateur a retenu que les créances résultant des contrats de travail ne sont pas affectées par le plan (*C. com.*, art. L. 626-30, IV). Cette terminologie induit, nous semble-t-il, que l'AGS bénéficie de ces dispositions après subrogation dans les droits des salariés, lorsqu'elle est subrogée. L'AGS ne pourrait donc se voir imposer de traitement selon les modalités des classes de parties affectées. En présence de classes, le législateur a d'ailleurs prévu que l'article L. 626-18 du Code de commerce, qui permet au tribunal d'imposer des délais de paiement aux créanciers, ne soit pas applicable. Il n'a en revanche pas modifié la rédaction de l'article L. 626-20 de ce code qui liste les créances qui ne peuvent faire l'objet de remises ou de délais non acceptés par les créanciers, dans laquelle ne figurent pas les créances privilégiées et chirographaires. Les créances privilégiées et chirographaires de l'AGS devraient en toute logique toujours pouvoir faire l'objet de délais de paiement pendant toute la durée du plan.

Le législateur a utilisé là une option ouverte par la directive qui proposait aux États membres - mais ne leur imposait pas - de considérer que les créances de travailleurs pouvaient soit être exclues des cadres de restructurations préventives, soit ne pas être affectées par ceux-ci. Le législateur français est allé bien au-delà du texte de la directive en retenant un critère matériel (la nature de la créance) plutôt que le critère personnel du porteur de celle-ci (le travailleur).

7 - Classes constituées à l'ouverture d'une sauvegarde (accélérée ou non) avant que la procédure soit convertie en redressement judiciaire (Valérie Leloup-Thomas). - Cette approche matérialiste conduit à s'interroger sur la situation dans laquelle les classes ont été constituées à l'ouverture d'une sauvegarde (accélérée ou non) avant que la procédure soit convertie en redressement judiciaire : n'est-on pas tenu alors de conserver les classes et partant d'exclure du processus un étalement de la dette privilégiée et/ou chirographaire de l'AGS sans pouvoir procéder en parallèle à la consultation individuelle des créanciers ?

Prenons l'exemple d'une procédure de sauvegarde avec classes de parties affectées. Les rémunérations dues à l'ouverture de la procédure sont exclues de la garantie AGS.

Pour autant, si des licenciements interviennent en période d'observation et que le tribunal décide ensuite de la conversion de la sauvegarde en redressement judiciaire, l'AGS qui n'était pas créancière

peut le devenir à cette occasion. Dès lors, est-il possible de l'inclure dans une classe de parties affectées pour la part de ses créances non superprivilégiées ? Selon l'article L. 622-10, les classes déjà constituées, avant la conversion en redressement judiciaire, sont conservées avec les mêmes modalités de répartition et de calcul des voix. Les opérations de constitution des classes se poursuivent nonobstant la conversion.

On comprend que si l'AGS est hors classes en sauvegarde, elle le demeure à l'occasion de la conversion en redressement judiciaire.

Sans déflorer le sujet de la prochaine table ronde⁸, on peut se demander à ce stade s'il est envisageable de cumuler la procédure avec constitution de classes et celle de la consultation individuelle prévue aux articles L. 626-5 et L. 626-18 pour proposer des délais et remises aux créanciers hors classes et partant à l'AGS ?

L'article L. 626-30-2 semble l'exclure puisqu'il dispose expressément que le projet de plan soumis au vote des classes ne relève pas des dispositions de l'article L. 626-18. Si l'entreprise n'est pas en mesure de financer le coût des mesures de restructuration sociales, elle devra « *sortir* » du mécanisme des classes de parties affectées et présenter un plan classique avec consultation individuelle des créanciers (à moins qu'un plan concurrent ne soit présenté par les créanciers puisque cela reste possible en redressement judiciaire).

Autant de questions qui trouveront leurs réponses à l'épreuve de la pratique et de la jurisprudence à construire.

8 - Répartition des parties affectées (David Robine). - On le voit, la notion même de partie affectée est délicate à manier. Mais ce n'est que le début de nos soucis. Les parties affectées doivent en effet être réparties, par l'administrateur, entre plusieurs classes représentatives d'une communauté d'intérêt économique suffisante. Il doit pour cela prendre en compte des « *critères objectifs vérifiables* ». L'administrateur n'est de plus pas totalement libre dans la mise en œuvre de ce critère de répartition car l'article L. 626-30, III donne plusieurs directives. D'abord, les créanciers titulaires de sûretés réelles portant sur les biens du débiteur, pour leurs créances garanties, et les autres créanciers doivent être répartis en classes distinctes. Ensuite, la répartition en classes doit respecter les accords de subordination conclus avant l'ouverture de la procédure. Enfin, les détenteurs de capital doivent former une ou plusieurs classes.

La mise en œuvre concrète de ces directives semble complexe et soulève de nombreuses questions. On comprend que la caractérisation de la communauté d'intérêt économique suffisante repose en principe sur le rang de la créance. Mais, même si l'on admet ce principe, on peut s'interroger sur la façon de le combiner avec l'hétérogénéité des sûretés françaises et les choix qui peuvent être faits par ceux qui en bénéficient au moment de leur réalisation. Comment, par exemple, prendre en compte l'existence d'un droit de rétention ?

9 - « Communauté d'intérêt économique suffisante » et « critères objectifs vérifiables » (Nicolas Partouche). - Le Gouvernement est manifestement mu par la crainte du développement d'une créativité excessive des administrateurs judiciaires ou des parties prenantes

7 S'agissant du créancier garanti par une fiducie, V. *infra* n° 37

8 V. ce dossier, C. Fort et G. C. Giorgini, *Les critères de vote et d'adoption du plan* : JCP E 2021, 1528.

elles-mêmes : il a en effet pris soin de qualifier la communauté d'intérêt suffisante d'« économique ». Mais également de spécifier que les critères de constitution des classes doivent être « objective-ment » vérifiables. Autant d'ajouts au texte originel de la directive⁹. La créativité devra donc rester empreinte d'une objectivité toute économique. C'est en outre assez éloigné de la définition des classes de créanciers au sens du chapitre 11 américain qui a pourtant fortement inspiré la directive, au sein duquel l'intérêt subjectif (et non nécessairement financier) du créancier vis-à-vis du débiteur peut être pris en considération pour la constitution des classes.

10 - Exemple de situation de communauté d'intérêt suffisante (Frédéric Abitbol). - Je pense que les administrateurs judiciaires n'auront pas d'autre choix que d'être, sinon créatifs, du moins extrêmement pragmatiques : si la communauté d'intérêt est « économique », elle ne peut pas se résumer à un critère purement juridique ou financier. On peut prendre quelques exemples pour le démontrer. Envisageons d'abord le cas d'une entreprise qui aurait deux bailleurs. L'un des baux est poursuivi alors que l'autre est résilié. Il est évident que le premier bailleur continuera de s'inscrire dans une relation commerciale pérenne avec l'entreprise, alors que l'autre deviendra un créancier « pur », n'ayant d'intérêt que pour le seul traitement de sa créance. Sont-ils en situation de communauté d'intérêt suffisante ? La même question peut se poser en examinant la situation des fournisseurs. Un fournisseur stratégique, prêt à des efforts importants pour préserver sa relation commerciale, n'aura pas strictement le même intérêt qu'un fournisseur, par exemple, d'électricité ou de téléphonie. Ici encore, parce que l'un voudra pérenniser une relation commerciale, alors que l'autre ne considérera que le seul paiement de sa créance. Un dernier exemple, mais on pourrait en citer des dizaines : celui de créanciers bénéficiant de sûretés ou de privilèges de même rang, mais sur des actifs différents. Imaginons deux créanciers hypothécaires sur deux immeubles différents. Il n'existe, entre eux, aucune communauté d'intérêt particulière, surtout si l'un des immeubles a une grande valeur, et l'autre très peu.

11 - Prise en compte de l'efficacité de la sûreté (Valérie Leloup-Thomas). - Cela revient à poser la question de la prise en compte de l'efficacité de la sûreté, au moment de la constitution des classes, comme élément de la définition de la notion de communauté d'intérêt économique.

Prenons le cas d'un créancier pour 100, titulaire d'une sûreté réelle ayant pour gage un bien dont la valeur de réalisation est de 80. Doit-on l'intégrer pour 100 dans une classe au titre de sa créance garantie ? Ou peut-on considérer que la répartition en classes s'effectue selon les termes de la directive « de façon à refléter [les] droits [des parties affectées] et le rang de leurs créances et des intérêts », c'est-à-dire en fonction des droits que le bénéficiaire de la sûreté réelle obtiendrait en cas de réalisation du bien grevé ? Autrement dit, on prendrait en compte, pour les créanciers titulaires de sûreté, la valeur de celle-ci, dans la limite de la créance garantie venant en rang utile, le solde étant « non garanti » (réparti comme un chirographaire).

⁹ PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019, art. 9, al. 4.

Selon cette approche patrimoniale fondée sur la valeur du bien, le créancier pourrait-il être inclus dans deux classes séparées : pour 80 dans une classe de créanciers titulaires de sûretés réelles et pour 20 dans une classe de créanciers chirographaires (exemples : hypothécaire sur immeuble, bailleur sur matériel meublant, inscription sur fonds de commerce, etc.) ?

Cette vision anglo-saxonne, fondée sur la valeur, suppose une lecture extensive du texte dans la mesure où l'article L. 626-30, III précise : « pour leurs créances garanties » et semble poser comme condition à respecter la prise en compte de la totalité de la créance garantie.

12 - Prise en compte de la totalité de la créance garantie (David Robine). - Cette question est particulièrement intéressante et épineuse. Elle met en évidence la difficulté d'importer en droit français un mécanisme élaboré dans le cadre d'un système juridique différent. Selon moi, il faut ici suivre la lettre de l'article L. 626-30, III, 1^o et prendre en considération la créance garantie dans une classe de titulaires de sûretés dans son intégralité même si la valeur de l'assiette ne la couvre que partiellement. De plus, retenir la solution contraire impliquerait que le créancier vote pour la partie de sa créance non couverte par cette valeur dans la classe des créanciers chirographaires. Cela ne me paraît pas conforme aux textes et à notre conception du créancier chirographaire et, par opposition, du créancier garanti. Enfin, si l'on souhaite prendre en compte la protection réellement conférée par une sûreté, il ne faut pas se fonder uniquement sur la valeur de l'assiette mais aussi sur les chances d'être payé au regard de son efficacité.

Pour autant, la question de l'efficacité de la sûreté peut être à mon avis prise en compte de deux façons. D'abord, il est possible de constituer des classes distinctes de créancier titulaires de sûretés réelles afin de permettre un traitement lui-même différent des créanciers par le plan. Il faut néanmoins qu'il y ait de réelles différences et ne pas aboutir à une constitution d'une multitude de classes avec un seul créancier. Ensuite, l'efficacité de la sûreté sera prise en compte dans le cadre de la mise en œuvre du critère du meilleur intérêt qui sera évoqué plus loin. Il demeure cependant que le respect de la règle de la priorité absolue pourra être source de difficultés.

13 - Respect de la règle de la priorité absolue, source de difficultés (Frédéric Abitbol). - La première de ces difficultés, ce sera d'être capable de déterminer, comme on dit, où la valeur « casse » ou, en bon français, qui est, ou non, « dans la monnaie ». Le problème est que l'article L. 626-31 impose la prise en compte de plusieurs situations. Il indique d'abord que les créanciers récalcitrants ne devront pas être traités plus mal qu'ils ne le seraient dans le cadre d'un plan de cession. Ici, ce sera souvent assez simple de démontrer que personne, ou presque, n'est dans la valeur. L'article L. 626-31 impose ensuite d'envisager l'hypothèse d'une liquidation judiciaire. Il faudra alors, en plus de la valeur liquidative des actifs, projeter ce que sera le montant final du passif, rang par rang et, en conséquence, notamment projeter le coût du licenciement de 100 % des salariés. Enfin, l'article L. 626-31 envisage le cadre « d'une meilleure solution alternative ». Cela promet de beaux débats.

J'ajoute, pour faire bonne mesure, que le classement des créanciers ne peut pas se faire de façon purement verticale, chaque créancier étant

bien aligné derrière celui qui le prime. En effet, au-delà des rangs et privilèges généraux, il existe d'innombrables privilèges spéciaux, sûretés spéciales et droits de préférence, permettant à des créanciers d'être payés avant les autres non pas au regard de la valeur globale de l'entreprise, mais de la valeur individuelle des biens sur lesquels portent leurs droits. Or, certains de ces droits priment les privilèges généraux, mais pas tous. Par conséquent, pour se représenter le rang utile des créanciers, ce n'est pas une ligne qu'il faut tracer, mais plutôt une matrice en 3 dimensions.

14 - Remarques sur la constitution de la classe des détenteurs (Nicolas Partouche). - La constitution de la classe des détenteurs de capital appelle certains commentaires. Le texte consacre l'existence de plusieurs classes de détenteurs de capital ce qui suppose donc l'existence de communauté d'intérêt économique suffisante entre eux, mais distincte entre ces classes. On pense en premier lieu aux différences objectives pouvant exister entre les titres de capital, en présence par exemple d'actions ordinaires et d'actions de préférence (comme les actions dotées de droits de vote multiples). On pense également à la distinction entre détenteurs actuels de capital et détenteurs de titres donnant accès ou pouvant donner accès à terme au capital, on distinguera alors par exemple les actions ordinaires des porteurs de bons de souscription d'actions, mais aussi les porteurs d'obligations convertibles en actions ou remboursables en actions. Pourrait-on regrouper dans une classe les détenteurs effectifs de droit de vote double de sociétés cotées qui détiennent leurs actions depuis plus de 2 ans ? Certainement, si le plan prévoit par exemple la suppression de ce droit de vote double.

15 - Respect des accords de subordination (David Robine). - Une autre source de difficulté réside dans l'exigence, à l'article L. 626-30 du Code de commerce, d'un respect des accords de subordination. Cette exigence est plus claire que la référence à une prise en compte de ces accords qui figurait à l'ancien article L. 626-30-2 et qui avait donné lieu à discussion. Pour autant, sa mise en œuvre lors de la constitution des classes comporte une part d'incertitude. On peut se demander par exemple si un créancier junior et un créancier senior doivent nécessairement être localisés dans des classes différentes.

16 - Sens de l'obligation de respect des accords de subordination (Nicolas Partouche). - Il convient en outre de s'interroger sur le sens de l'obligation de respect des accords de subordination. Car si les rangs de paiement organisés par l'accord de subordination sont opposables à la procédure, qu'en est-il du rôle de l'administrateur judiciaire pour la constitution des classes de parties affectées ? Les créanciers parties à l'accord auront organisé par avance la composition des classes de parties affectées, y compris possiblement s'agissant des créanciers non parties à l'accord. Si l'administrateur considère que cette répartition ne respecte pas les dispositions de l'article L. 626-30, sera-t-il obligé de les appliquer néanmoins et de laisser au tribunal le soin de rejeter le plan, le cas échéant ? Le praticien de l'insolvabilité peut également être confronté à une répartition en rangs valable, mais dont il considère qu'elle n'offre pas les meilleures chances d'adoption du plan alors qu'une autre répartition, elle-même valable, offrirait selon lui une probabilité de succès plus

élevée. Le poids de l'accord de subordination est, on le voit, important. Cet accord pourrait d'ailleurs être relativement contemporain de l'ouverture de la procédure collective, car il aura pu être conclu, ou remodelé, lors de la procédure préventive qui précédera le basculement en sauvegarde s'il s'agit de cette dernière.

En ayant décidé entre eux d'un rang de paiement de leurs créances mais également mécaniquement par rapport aux créanciers qui ne sont pas parties à cet accord, le législateur ne consacre-t-il pas une portée de l'accord de subordination au-delà de la communauté des parties au contrat, qui contrevient à l'effet relatif de ces derniers ?

17 - Accord entre créanciers sur les ordres de paiement (Frédéric Abitbol). - En toute logique, dans le cadre d'un financement structuré, les créanciers se sont mis d'accord par avance sur les ordres de paiement devant exister entre eux. Ce qui paraît caractéristique de l'existence d'une communauté d'intérêt(s), que les créanciers auront pré-organisée. C'est en quelque sorte leur contrat de mariage. Il paraît donc logique de le respecter, et de placer tous les créanciers concernés dans une même classe. Cela étant, rien n'interdit à mon sens d'y déroger et de prévoir, par exemple, une classe pour chaque catégorie de ces créanciers. Et rien n'interdit non plus qu'une solution ou l'autre soit adoptée en fonction de chaque cas particulier.

18 - Portée d'un accord de subordination (David Robine). - Selon moi, l'accord de subordination ne peut pas prévoir le classement des créanciers qui n'y sont pas partie et lier l'administrateur judiciaire. Lorsque l'article L. 626-30 impose de respecter l'accord de subordination c'est dans la mesure où il organise les relations entre les créanciers qui y sont partie. Pour le reste, c'est l'ordre résultant de la loi qui doit être appliqué. La mise en perspective des dispositions de l'accord de subordination et des droits des créanciers qui n'y sont pas partie sera, ceci dit, parfois délicate s'ils sont titulaires de sûretés.

19 - Partie affectée réunissant plusieurs qualités. - Si on laisse l'accord de subordination de côté, on peut aborder une autre difficulté qui se présentera lorsqu'une partie affectée réunira plusieurs qualités : créancier chirographaire pour une créance et garanti par une sûreté pour une autre ; détenteur de capital et créancier... Dans ce cas, bien entendu, la partie affectée concernée sera incluse dans plusieurs classes différentes. Mais ne peut-on pas considérer que la pluralité de qualités rompt la communauté d'intérêt économique qui aurait existé sans conteste en présence d'une qualité unique ?

20 - La communauté d'intérêt : ni strictement financière, ni strictement juridique (Frédéric Abitbol). - On revient au fait que la notion de communauté d'intérêt ne peut pas être strictement financière, ni juridique. Une créance en compte courant d'actionnaire, qui n'est d'ailleurs pas toujours une créance chirographaire, n'est évidemment pas une créance comme une autre. On comprend très bien, par exemple, que lorsqu'un créancier abandonne sa créance, il subit une perte sèche, alors que lorsqu'un actionnaire abandonne sa créance, il perd dans sa poche droite de créancier ce qu'il gagne dans sa poche gauche d'actionnaire. On ne peut pas l'ignorer au moment de la constitution des classes.

21 - Sort des détenteurs de capital (Valérie Leloup-Thomas). - En effet, le sort des détenteurs de capital retient l'attention dans la mesure où ils peuvent être directement affectés par le plan et inclus à ce titre dans des classes distinctes :

- en tant que créanciers d'abord au titre de créances en compte courant (d'exploitation ou financier) : il ne s'agit pas d'une créance comme les autres, mais bien d'une créance qui pourra être intégrée au sein d'une classe distincte de celle des détenteurs de capital ;
- en tant que « *propriétaire* » de l'entreprise, ensuite : en effet, le détenteur de capital pris en sa qualité d'actionnaire n'est pas un (ou qu'un) créancier : la directive vise concernant les détenteurs de capital : « *toute personne détenant une participation au capital d'un débiteur ou de son entreprise, y compris un actionnaire, dans la mesure où cette personne n'est pas un créancier* ».

On peut également citer l'exemple des créances des établissements de crédit.

Sous le régime des comités, la situation était assez simple : quelle que soit l'origine de leurs créances, ils étaient de droit membres du comité des établissements de crédit et assimilés.

Désormais, il faudra s'interroger sur la nature de la créance. Ainsi, une même banque pourra être intégrée au sein de classes distinctes (garantis/non garantis). Prenons l'exemple d'un établissement de crédit créancier au titre :

- d'un prêt doublement garanti par une hypothèque et une inscription du fonds de commerce ;
- du découvert bancaire non garanti par une sûreté réelle mais personnelle (caution du dirigeant).

Le créancier pourra être inclus :

- s'agissant du prêt, dans une classe de « *créanciers garantis* », voire dans deux classes séparées : celle des créanciers titulaires de sûretés réelles immobilières (hypothèque) et celle des créanciers titulaires de sûretés réelles mobilières (nantissement de fonds de commerce) ;
- s'agissant du découvert bancaire non garanti par une sûreté réelle mais personnelle (caution du dirigeant), au sein d'une classe de créanciers non garantis (chirographaires).

22 - Pluralité de sûretés garantissant une même dette (David Robine). - La seconde situation ne pose pas, de prime abord, de difficulté dans la mesure où la sûreté personnelle ne remet pas en cause la qualité de créancier chirographaire. Il est vrai cependant que le bénéfice d'une garantie par un tiers peut avoir une incidence sur l'intérêt du créancier. En tout état de cause, la situation où plusieurs sûretés réelles différentes garantissent une même dette est effectivement épineuse.

23 - Parties affectées schizophrènes (Nicolas Partouche). - L'intérêt économique suffisant ne doit-il pas conduire à prendre en considération la spécificité des parties affectées schizophrènes ? Pour prendre un exemple, deux créanciers chirographaires peuvent-ils à ce titre être rassemblés dans la même classe alors que l'un d'entre eux détiendrait par ailleurs des créances ou droits relevant d'une autre classe ce qui pourrait influencer le sens de son vote au sein de la classe des créanciers chirographaires ? Sa double qualité ne devrait-elle pas par nature le conduire à constituer une classe à part au titre

de sa créance chirographaire pour appréhender les effets ou conflits induits par sa schizophrénie ?

24 - Classe de créanciers publics privilégiés (David Robine). - Par ailleurs, les classes évoquées à l'article L. 626-30 du Code de commerce ne sont pas les seules envisageables. Le rapport au président de la République évoque ainsi la constitution d'une classe de créanciers publics privilégiés.

25 - AJ/MJ et classe de créanciers publics privilégiés (Frédéric Abitbol). - Je ne vous cache pas que les administrateurs judiciaires et les mandataires judiciaires l'ont bien en tête. Quand ce sera nécessaire, on a tout à fait dans l'idée de constituer des classes de créanciers publics, qui sont privilégiés et bien souvent « *dans la monnaie* », pour faire prévaloir l'intérêt général et faire passer des plans qui ne se bornent pas à simplement subir la loi des créanciers.

26 - Créanciers publics (Valérie Leloup-Thomas). - Le cas des créanciers publics est particulièrement intéressant à cet égard. Car, au fond, ils ont une communauté d'intérêt économique qui va au-delà du désintéressement de leurs créances. Il s'agit de l'intérêt général, l'intérêt public économique : celui de permettre la pérennité de l'entreprise et la sauvegarde de l'emploi. Selon cette conception, on pourrait les regrouper au sein d'une classe unique. Mais si l'on considère que les créanciers publics bénéficient de rangs différents, privilège fiscal primant le privilège des caisses sociales, que leurs créances sont pour certaines rémissibles et d'autres non rémissibles, ne faut-il pas envisager de les inclure dans des classes distinctes, en respectant au sein de chaque classe un traitement égalitaire ?

27 - Classe *ad hoc* (Nicolas Partouche). - C'est clairement l'esprit de la directive qui cite les créances des administrations fiscales et sociales comme pouvant constituer des natures de créances spécifiques justifiant la constitution d'une classe *ad hoc*¹⁰.

28 - Application du mécanisme des classes lorsque les seuils ne sont pas respectés (David Robine). - Cette complexité potentielle de la constitution des classes de parties affectées, à laquelle s'ajouteront, on le verra, les difficultés de mise en œuvre du mécanisme et son coût, conduit à soulever deux dernières questions pour clore cette première partie de la table ronde. La première porte sur la possibilité offerte au débiteur, en sauvegarde ou en redressement judiciaire, et à l'administrateur, dans cette seconde procédure uniquement, de demander l'application du mécanisme des classes lorsque les seuils ne sont pas respectés. Dans quels cas peut-on imaginer que cette faculté sera utilisée ?

29 - Application volontaire du régime des classes (Frédéric Abitbol). - L'application du régime des classes ne dépend pas du montant du passif à restructurer, comme on aurait pu l'imaginer, mais du nombre de salariés et du chiffre d'affaires. C'était déjà le cas avant la réforme et c'est la raison pour laquelle les plus gros dossiers de la place, qui concernaient des sociétés *holdings*, ne relevaient pas de

¹⁰ PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019, cons. 44.

l'ancien régime des comités. La réforme apporte cependant une correction très importante, puisqu'on ne s'attache plus seulement au nombre de salariés et au chiffre d'affaires de la société en difficulté mais aux chiffres consolidés prenant en compte les sociétés qu'elle contrôle. En principe, donc, les gros dossiers seront soumis au régime des classes. Mais tous ne le seront pas nécessairement. On peut penser, par exemple, aux dossiers immobiliers, dans lesquels il peut y avoir une grosse dette et peu de chiffre d'affaires. L'application volontaire du régime pourra donc d'abord chercher à corriger ces éventuelles anomalies. On pourra aussi, évidemment, faire une application volontaire du régime pour tous les dossiers « *pré-packés* », dans lesquels les termes de la restructuration auront été négociés en conciliation, pour être mis en œuvre à travers les classes de créanciers.

30 - Exemple d'intérêt à l'application volontaire des classes de parties affectées (Nicolas Partouche). - Hors classes de parties affectées, les règles actuelles demeurent : le tribunal peut toujours imposer des délais uniformes de paiement (*C. com., art. L. 626-18*) mais il ne peut, pas plus qu'hier, imposer des remises à des créanciers qui ne les auraient pas acceptées expressément ou tacitement. Partant, un débiteur ou un administrateur judiciaire peut clairement voir l'intérêt d'une application volontaire des classes de parties affectées à un débiteur en vue de permettre l'adoption du plan qui leur semble le plus pertinent, et pouvoir ainsi imposer aux créanciers récalcitrants ledit plan.

31 - Simplification du mécanisme des classes ? (David Robine) - La seconde question soulevée par la complexité de la constitution des classes porte sur le potentiel salut que l'on peut espérer de l'ingéniosité des praticiens de l'insolvabilité. Ne vont-ils pas tenter de simplifier le mécanisme des classes notamment en utilisant la période préparatoire que peut offrir la conciliation ?

32 - Consensus et procédure amiable (Nicolas Partouche). - Très clairement, et comme aujourd'hui à propos des propositions d'apurement du passif, il est de l'intérêt de toutes les parties prenantes (débiteur, administrateurs et mandataires judiciaires mais aussi créanciers) qu'un consensus fort soit atteint au stade de la procédure amiable et qu'une majorité de créanciers ait d'ores et déjà agréé les modalités de constitution des classes qui seront activées en procédure collective. La rapidité de la procédure comme son efficacité avec la diminution du risque de recours en seront renforcées.

33 - Bonne pratique (Frédéric Abitbol). - On est d'accord et c'est la bonne pratique : une bonne sauvegarde, c'est une sauvegarde prénégociée.

2. La constitution des classes au service de l'adoption du plan

34 - Enjeu d'un vote favorable (David Robine). - En sauvegarde, les classes de parties affectées sont constituées pour permettre une consultation des créanciers sur le projet de plan qui leur est soumis par le débiteur avec le concours de l'administrateur judiciaire. Aucune proposition alternative n'est prévue dans cette procédure. Mais

si le projet de plan n'est pas adopté, le tribunal ne peut plus arrêter un plan suite à une consultation individuelle. Un basculement en redressement judiciaire peut alors intervenir. Dans ce cas, les parties affectées auront davantage la main. En effet, en redressement judiciaire, le projet de plan est élaboré par l'administrateur judiciaire avec le concours du débiteur mais toute partie affectée peut soumettre un projet de plan aux classes. Relevons qu'ici, si aucun plan n'est adopté, le tribunal peut arrêter un plan à l'issue d'une consultation individuelle (*C. com., art. L. 631-19, I*). On perçoit ainsi tout l'enjeu que peut représenter le vote favorable des classes.

35 - Incitation à l'utilisation du cadre préventif de traitement des difficultés (Nicolas Partouche). - Alors que la directive laissait aux États membres la faculté, sans l'imposer, de prévoir la possibilité pour les créanciers de proposer un plan (et à quelles conditions), le Gouvernement a choisi de renouer avec l'esprit de la procédure de sauvegarde : une procédure dont l'initiative revient au débiteur et ce tant à l'ouverture que pour la proposition de plan. C'est clairement une incitation à l'utilisation du cadre préventif de traitement des difficultés. Mais l'effet pervers de cette disposition est d'inciter les créanciers récalcitrants à bloquer l'adoption du plan en sauvegarde pour basculer en redressement judiciaire et pouvoir alors eux-mêmes proposer un plan. N'aurait-il pas mieux valu maintenir une compétition saine entre plans en sauvegarde pour ne pas dégrader la situation de l'entreprise lors du basculement en redressement judiciaire ?

36 - Rôle du tribunal et des créanciers en cas de redressement judiciaire (Frédéric Abitbol). - Ce point est fondamental. Il s'agit même du changement le plus fondamental apporté par la réforme : avec le régime des classes, soit on se met d'accord et tout va très bien, soit on n'y parvient pas et on est alors dans l'impasse. En privant le tribunal de la possibilité de reprendre la main, à travers un plan imposé, l'ordonnance a totalement bouleversé l'équilibre sur lequel reposait notre droit, qui pouvait se résumer de la façon suivante : soit la négociation permet de concilier les intérêts privés antagonistes du débiteur et de ses créanciers, soit le tribunal reprend la main et impose une solution au nom de l'intérêt général. Aujourd'hui, si les classes n'approuvent pas le plan, la sauvegarde échoue, ce qui conduit logiquement au redressement judiciaire dans lequel les créanciers pourront imposer leur plan. Or, ce plan peut prévoir une prise de contrôle hostile à laquelle les actionnaires, s'ils n'apparaissent pas dans la monnaie, ne pourront plus résister puisqu'ils subiront eux-mêmes le *cross-class cram-down*. C'est absolument fondamental, et c'est un choix politique qui a été fait. Ce n'est pas un secret que la profession a milité contre. Concrètement, pour toutes nos grosses PME et nos ETI, les créanciers les plus dynamiques pourront beaucoup plus facilement imposer leurs vues à l'entreprise dès la conciliation, en sachant que, *in fine*, rien ne sera possible sans leur accord puisque le tribunal a été privé de son principal levier que constituait le plan imposé.

37 - Comment favoriser l'adoption du projet de plan par les classes ? (David Robine) - Deux leviers peuvent alors être actionnés pour favoriser l'adoption du projet de plan par les classes. Le premier tient bien entendu à l'adaptation de son contenu. Comme dans le cadre des anciens comités, le projet peut notamment prévoir des

délais de paiement, des remises et, lorsque le débiteur est une société par actions dont tous les actionnaires ne supportent les pertes qu'à concurrence de leurs apports, des conversions de créances en titres donnant ou pouvant donner accès au capital (*C. com.*, art. L. 620-30-2). Toutefois, les créanciers protégés par le privilège de conciliation ou le privilège de *post money* ne pourront se voir imposer des remises ou délais qu'ils n'auraient pas acceptés. Le créancier garanti par une fiducie bénéficie lui aussi d'une protection contre les effets du plan. L'article L. 626-30, V en tient compte en disposant, s'agissant du calcul des voix, que « pour les parties affectées bénéficiaires d'une fiducie constituée à titre de garantie par le débiteur, sont seuls pris en compte les montants de leurs créances non assorties d'une telle sûreté ». Mais, on l'a dit, une constitution des classes de façon téléologique, sans être pour autant artificielle, est également envisageable. Il s'agit du second levier. Pour s'en rendre compte, il faut exposer rapidement les règles d'adoption du projet de plan¹¹. Si chacune des classes se prononce à la majorité des 2/3 en faveur d'un projet de plan, celui-ci est adopté et le tribunal peut arrêter le plan sous réserve que les conditions énoncées à l'article L. 626-31 soient respectées. Parmi ces conditions on relèvera d'abord la nécessité de respecter un principe d'égalité entre créanciers au sein d'une même classe¹². Il faut mentionner ensuite l'obligation de respecter le critère du meilleur intérêt. Ce *best interest test* impose qu'aucune partie affectée dissidente ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan que celle qu'elle connaîtrait s'il était fait application soit de l'ordre de priorité pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article L. 642-1, soit d'une meilleure solution alternative si le plan n'était pas validé.

38 - Préservation des intérêts de toutes les parties affectées (Valérie Leloup-Thomas). - Il convient de rappeler que le législateur a maintenu l'obligation pour le tribunal de s'assurer que les intérêts de toutes les parties affectées sont suffisamment protégés, indépendamment du respect des autres conditions fixées par la directive et désormais par l'ordonnance. L'avis du mandataire judiciaire, représentant de l'intérêt de l'ensemble des créanciers, sera à cet égard éclairant. Et les praticiens savent que cette obligation fonde régulièrement des recours en contestation de la validité du plan et des propositions d'apurement du passif.

39 - Application forcée interclasse du plan (David Robine). - Il est également possible que le plan soit adopté alors que toutes les classes n'ont pas voté en sa faveur. Si les conditions de l'article L. 626-32 sont respectées¹³, il peut en effet y avoir une application forcée inter-

classe. Il existera alors des classes dissidentes qui se verront appliquer le plan sans avoir voté en sa faveur à la majorité requise. Toutefois, on vient de le dire, cette application forcée interclasse, qui doit être demandée en sauvegarde par le débiteur ou par l'administrateur avec le consentement du débiteur¹⁴, est soumise à conditions. D'abord, ici aussi, il faut vérifier que le critère du meilleur intérêt est respecté. Ensuite, l'article L. 626-32, I, 3° impose de respecter la règle de la priorité absolue selon laquelle « les créances des créanciers affectés d'une classe qui a voté contre le plan sont intégralement désintéressées par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan ». Autrement dit, un plan peut être adopté sans l'accord des créanciers qui sont en haut de la *waterfall* mais il faudra les désintéresser. Cette règle connaît toutefois des dérogations prévues à l'article L. 626-32, II. Par ailleurs, il existe des conditions spécifiques en cas d'application forcée du plan à une classe de détenteurs de capital. Au regard des règles qui viennent d'être évoquées, on imagine que des stratégies peuvent être retenues pour construire les classes de façon à ce que le plan soit adopté. Pour s'en tenir à une illustration simple, il peut être préférable, lorsque le choix est envisageable, d'intégrer des créanciers à une classe où ils seraient minoritaires sans détenir une minorité de blocage plutôt que de les réunir dans une classe séparée. En effet, dans le premier cas, seules les conditions d'un *cram down* devraient être respectées alors que dans le second celles plus exigeantes d'un *cross-class cram-down* seront vérifiées.

On imagine alors aisément que la constitution des classes donnera lieu à des contestations. C'est pourquoi, pour finir, on peut s'interroger sur les recours offerts à ceux qui souhaiteraient élever de telles contestations.

40 - Droit à recours des parties prenantes (Valérie Leloup-Thomas). - Le nouveau régime des classes de parties affectées renforce le droit à recours des parties prenantes ; désormais, c'est avant même le vote que le recours portant sur la qualité de partie affectée, les modalités de répartition des classes ou le calcul des voix correspondant, peut et doit être exercé, dans un délai de 10 jours à compter de la notification des modalités correspondantes. Ce recours appartient à chaque partie affectée, au débiteur, à l'administrateur et au mandataire judiciaire ainsi qu'au ministère public. Ce recours est désormais soumis à la compétence du juge-commissaire qui devra le trancher en amont de la décision du tribunal sur le plan.

Toutes les parties prenantes au recours sont convoquées devant le juge-commissaire (débiteur, AJ, MJ, et la partie affectée auteur du recours, le cas échéant, de même que toutes les parties affectées de la même classe). Mais seuls l'administrateur et le ministère public peuvent émettre des observations pour le premier et un avis pour le second.

sonnement supposer, après détermination de la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité, qu'elle n'aurait droit à aucun paiement, si l'ordre de priorité des créanciers pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article L. 642-1, était appliqué ».

¹⁴ En redressement judiciaire, l'article L. 631-19 prévoit que le premier alinéa de l'article L. 626-30-2 n'est pas applicable pour l'application forcée inter-classe.

¹¹ V. C. Fort et G. C. Giorgini, *Les critères de vote et d'adoption du plan* : JCP E 2021, 1528.

¹² Le 2° de l'article L. 626-31 impose que les parties affectées, partageant une communauté d'intérêt suffisante au sein de la même classe, bénéficient d'une égalité de traitement et soient traitées de manière proportionnelle à leur créance ou à leur droit.

¹³ Ce texte exige notamment que le plan ait été approuvé par : « a) Une majorité de classes de parties affectées autorisées à voter, à condition qu'au moins une de ces classes soit une classe de créanciers titulaires de sûretés réelles ou ait un rang supérieur à celui de la classe des créanciers chirographaires ; b) A défaut, par au moins une des classes de parties affectées autorisée à voter, autre qu'une classe de détenteurs de capital ou toute autre classe dont on peut rai-

41 - Principe du contradictoire (Nicolas Partouche). - Le législateur a retenu ici une conception bien particulière du principe du contradictoire et on voit notamment mal ce qui justifie par exemple que le mandataire judiciaire soit privé du droit de s'exprimer, alors même qu'il est le garant de l'intérêt de tous les créanciers et qu'il peut d'ailleurs lui-même former un recours.

Le juge-commissaire devra veiller à la rapidité puisqu'il lui faut statuer dans les 10 jours à compter de sa saisine. Un appel peut être formé devant la cour d'appel qui devra elle-même statuer dans les

15 jours de sa saisine. Tout est donc fait pour faciliter la résolution rapide de ces litiges et ne plus devoir attendre l'audience d'examen du plan comme c'est le cas aujourd'hui.

Si le nouveau dispositif ne semble pas accorder d'effet suspensif à ces recours, l'administrateur a l'obligation d'actualiser, s'il y a lieu, les modalités de constitution des classes et répartition des droits de vote lorsqu'il a été statué de manière définitive sur la contestation et au moins 3 jours avant la date du vote. L'administrateur devra donc attendre que le recours soit purgé. ■

PLAN DE SAUVEGARDE

1528

Les critères de vote et d'adoption du plan

L'ordonnance du 15 septembre 2021, transposant la directive Restructuration et insolvabilité, bouleverse les équilibres antérieurs afin d'améliorer la situation des créanciers tout en confirmant la préférence de principe pour le sauvetage de l'entreprise débitrice. Cette étude revient sur les choix opérés par le législateur s'agissant des modalités de vote des classes, d'une part, et d'adoption du plan, d'autre part.

Étude rédigée par :

Charlotte Fort,
administrateur judiciaire associé, Étude FHB

et Giulio Cesare Giorgini,
maître de conférences à l'université Côte d'Azur (CNRS, GREDEG), directeur du M2 droit et pratique du commerce international

1 - La transposition de la directive Restructuration et insolvabilité¹ par l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021² et le décret n° 2021-1218 du 23 septembre 2021³ constitue une évolution ma-

jeure du droit des entreprises en difficulté français pour les dossiers financiarisés et les plus sophistiqués. Pour les dossiers de TPME, le dispositif antérieur coexiste avec le nouveau régime des classes de créanciers. En particulier, les praticiens ont accueilli avec soulagement le maintien du pouvoir du tribunal d'imposer des délais aux créanciers dans les plans sans classes, en sauvegarde comme en redressement judiciaire. Cet outil offre une issue à de nombreux dossiers de TPME. Les cautions des dirigeants sont davantage protégées ce qui doit être salué également. Cependant, l'instauration de classes de créanciers est une nouvelle étape d'un volontarisme législatif qui se nourrit de la foi en la capacité du droit à changer l'économie⁴. La réforme bouleverse les équilibres antérieurs afin d'améliorer la situation des créanciers tout en confirmant la préférence de principe pour le sauvetage de l'entreprise débitrice. Il était urgent d'aviver la logique économique des procédures, pour que la restructuration dépende vraiment des créanciers qui sont encore dans la valeur de l'entreprise. La recherche de l'efficacité commande une telle position : les procédures de réorganisation offrent des taux de recouvrement plus élevés

1 PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019, relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) 2017/1132 : JOUE n° L 172, 26 juin 2019, p. 18 ; JCP E 2019, act. 451 ; JCP E 2019, act. 493.

2 Ord. n° 2021-1193, 15 sept. 2021 : JO 16 sept. 2021, texte n° 21 ; JCP E 2021, act. 647 ; JCP E 2021, act. 672, obs. L. Sautonie-Laguionie.

3 D. n° 2021-1218, 23 sept. 2021 : JO 24 sept. 2021, texte n° 14 ; JCP E 2021, act. 678.

4 Sur ce point, V. not. G. C. Giorgini, *L'entreprise en difficulté*, in J.-B. Racine (dir.), *Les grands concepts du droit économique* : Paris, LGDJ, 2020, spéc. p. 303 et s.

#Eclairage : De la communauté européenne, à la communauté d'intérêts

Mayday Mag

21 septembre 2021

#Eclairage : De la communauté européenne, à la communauté d'intérêts

21 SEPTEMBRE 2021



Adoptée en conseil des ministres du 15 septembre 2021, promue le lendemain et rentrant en application pour les procédures ouvertes à compter du 1^{er} octobre 2021, l'ordonnance transposant la directive européenne relative à l'insolvabilité est arrivée. Le même jour, une ordonnance sur les sûretés dont certaines dispositions rentreront en vigueur le 1er janvier 2022 a également été révélée. Cette réforme attendue apporte des innovations importantes, mais ne reverse pas la table et soulève de nouvelles problématiques. Eléments de réflexion avec Pierre-Emmanuel Fender, avocat associé chez Gibson Dunn, Antoine Diesbecq, avocat associé chez Racine, Didier Bruère Dawson, avocat associé chez Bryan Cave, Laurent Assaya, avocat associé chez Vivien & Associés et Joanna Rousselet, administrateur judiciaire associée chez Abitbol & Rousselet.

Alors que Sully nous enseigne dans ses mémoires que l'idée d'une paix durable en Europe germe déjà dans le cœur d'Henri IV, c'est en 1713 que le *Projet pour rendre la paix perpétuelle en Europe* vit jour sous la plume de l'abbé de Saint Pierre. Ce projet allait pour la première fois faire naître l'idée d'une « Union Européenne ». Quoi de plus naturel dans une époque qui permit à Aliénor d'Aquitaine d'être sacrée Reine de France, puis Reine d'Angleterre, à Philippe de Bourbon, Grand Dauphin de France et petit-fils de Louis XIV, de devenir Philippe V, Roi d'Espagne et où l'on peut dire qu'une « cousinade » des descendants de la Reine Victoria aurait réuni autant de têtes couronnées, que le conseil européen ne réunit de chefs d'Etats. Les utopies de paix en Europe allaient encore être portées par Louis XVI qui au moment même où il permettait la naissance du nouveau monde outre atlantique, comprenait qu'il fallait installer durablement une paix sur le vieux continent. Il échoua et l'Union Européenne ne vit le jour que plusieurs siècles après.

Des innovations importantes, dont certaines ne concerneront un nombre restreint de dossiers

Le 15 septembre dernier, le conseil des ministres a approuvé l'ordonnance n° 2021-1193 transposant la directive européenne sur les procédures d'insolvabilité en droit français. Par une seconde ordonnance n°2021-1192, le droit des sûretés, notamment dans le cadre des procédures collectives a également été modifié. Sans rentrer dans une exégèse précise du texte pour lequel nous invitons le lecteur à faire une lecture attentive, nous pouvons indiquer que ce dernier, qui rentre en application au bénéfice des procédures ouvertes à compter du 1^{er} octobre 2021, apporte des innovations importantes, dont certaines ne seront applicables que dans un nombre restreint de dossiers et ne vont pas manquer de soulever quelques difficultés d'application.

Le champ de la réforme « est très large » comme le rappelle Antoine Diesbecq, avocat associé chez Racine. Concernant le volet « sûreté » sur la partie qui concerne les procédures collectives, le texte qui lui est dédié crée de nouvelles sûretés (gage-espèce, gage sur immeuble), précise le champ d'application d'autres (droit de rétention sur les biens incorporels), modifie le champ des actes soumis à l'autorisation du juge-commissaire en période d'observation, renforce la protection des garants personnes physique du débiteur en redressement judiciaire, confirme la situation de la « caution réelle », étend des nullités automatiques à toutes sûretés consenties en période suspecte pour une dette antérieure et tente de clarifier l'ordre des paiements des créanciers en liquidation judiciaire et supprime des sûretés jugées inutiles ou obsolètes. Les droits et la protection des garants personnes sont également renforcés.

Concernant le volet « transposition de la directive européenne », le texte prévoit en synthèse les points suivants. La conciliation est renforcée à la demande du conciliateur pourra suspendre l'exigibilité des créances et les poursuites des créanciers pour le temps de la conciliation en plus des délais qu'il peut déjà accorder. Afin de répondre aux inquiétudes soulevées par l'interprétation de l'article L 611-12 du Code de commerce en jurisprudence, le législateur précise incidemment que la caducité de l'accord ne prive pas d'effet les clauses dont l'objet est d'organiser les conséquences de la caducité. En sauvegarde, la durée d'une période d'observation sera limitée à 12 mois, le privilège de post money est créé pour les apports de fonds postérieurs à l'ouverture (hors associés) et également pour les apports de fonds postérieurs à l'arrêté du plan. Sur le plan, une échéance minimale du plan de 10% à compter de la 6^{ème} année est instaurée. La SFA est supprimée au profit d'une procédure de sauvegarde accélérée unique et les seuils de chiffre d'affaires et de total de bilan sont supprimés pour accéder à la sauvegarde accélérée.

Enfin, dans le cadre du plan de sauvegarde, les comités de créanciers sont remplacés par les classes de parties affectées qui, fait majeur, intègre la notion de valeur de la créance dans l'analyse du vote. Ce faisant, le vote des créanciers réunis par classes de créanciers va être bouleversé. Ces derniers ne voteront pas en fonction de la valeur nominale de leur créance, mais de la valeur réelle de cette dernière en tenant compte des sûretés et accords de subordination qui ont pu être conclus lors du financement. Si certaines conditions sont réunies, les créanciers qui seront dit « dans la money » pourront imposer leur plan à des créanciers récalcitrants. Par ailleurs, si l'entreprise est en en redressement judiciaire, certains créanciers pourront aller plus loin et proposer un plan organisant sa prise le contrôle de leur débiteur au détriment des actionnaires.

Un travail d'harmonisation européenne

« Pour attirer les créanciers, il faut un système stable » nous confie Didier Bruère-Dawson. « La réforme apporte de la stabilité et uniformise les droits européens » ajoute l'avocat. Plus précisément, elle apporte quatre points majeurs pour l'associé de Bryan Cave : « inscrire dans le marbre les procédures préventives, pour lesquelles la France est moteur et les répandre en Europe ; mettre le droit au rebond mais aussi l'incitation à se lancer dans des restructurations organisées avant la cessation de paiements au cœur de notre droit des entreprises en difficulté ; unifier les normes et les rendre exécutoires pour unifier la confiance entre les acteurs européens à l'heure ou plus du quart des restructurations sont transfrontalières ; elle donne plus d'équilibre aux droits des créanciers et introduit en France le cross class cram down » !

Plusieurs évolutions majeures donc, mais pas de révolution. En effet, à partir du moment où les créanciers ne pourront proposer un plan organisant la prise de contrôle de leur débiteur qu'en redressement judiciaire « il n'y a pas de révolution, mais un rééquilibrage des droits, finalement assez technique et qui va concerner peu de dossiers » prévient Laurent Assaya, avocat associé chez Vivien & Associés. « Rééquilibrage surtout entre les créanciers et entre les créanciers et les actionnaires, mais sans faire reculer la place du débiteur, le rôle des organes de la procédure et le pouvoir du Tribunal » précise Joanna Rousselet. Pour Didier

Bruère-Dawson « la distinction à cet égard entre sauvegarde et redressement judiciaire est une incitation des dirigeants à faire des restructurations organisées avant la cessation de paiements ».

En synthèse, « la procédure de sauvegarde devient le cadre de restructuration préventif de l'ordonnance » et au-delà « l'objectif est de donner aux créanciers plus de place » ajoute l'associé de Racine. Et pour cause, « les créanciers avaient l'impression que tout se faisait sans eux. Cela rétablit un équilibre » précise Pierre-Emmanuel Fender, associé chez Gibson Dunn. « L'attente du monde anglo-saxon est que ce qui doit commander la solution est la valeur. Le fait que l'actionnaire puisse tirer les ficelles même lorsqu' n'était plus dans la money et qu'en apparence il ne s'investissait ou ne contribuait pas autrement à la pérennité de l'entreprise, a pu décourager des financiers anglo-saxons, même si parfois cela a été salvateur pour des entreprises ».

Ainsi, si tous considèrent que l'équilibre des forces ne sera pas bouleversé, ils constatent également que la situation sera plus équilibrée. « De bon augure pour l'attractivité de la place de Paris en tant que place de dettes » insiste l'associé de Gibson Dunn.

Mais dès lors, plusieurs questions se posent. Le tribunal est-il dépossédé de ses prérogatives du fait du nouveau rôle des créanciers potentiellement dès la sauvegarde où il est censé approuver le plan dès lors que certains créanciers l'auront accepté ? « Non car il est tenu par la loi de procéder à des vérifications précises et détaillées qui lui donnent un véritable pouvoir. En théorie le tribunal pourrait refuser d'adopter un plan voté à l'unanimité par toutes les classes de créanciers » rappelle Antoine Diesbecq.

Est-il bon qu'un créancier puisse imposer un plan auquel le débiteur pourrait ne pas adhérer sans prendre le contrôle ? Faux-problème pour Laurent Assaya qui indique quoi qu'il arrive « par cette directive, le créancier qui veut jouer un rôle peut le faire. Et si les banques ne veulent pas jouer elles-mêmes le rôle d'actionnaire, d'autres le feront et la réforme permettra d'élargir le marché du crédit des entreprises en difficulté ».

L'introduction en droit français du Best Interest Test

La réforme introduit la notion de classes de parties affectées en leur permettant de prendre en compte qui est « dans la money » et qui ne l'est pas. Concept anglo-saxon connu outre-manche avec la notion de *Best Interest Test* et traduit en droit français par la notion de communauté d'intérêts. Ce faisant, « on introduit un débat sur la valorisation des créances en fonction des scénarii qui ne manquera pas de susciter des contentieux » prévient Laurent Assaya. Si la notion « est connue et pratiquée dans le monde anglo-américain, elle est relativement nouvelle chez nous » précise Pierre-Emmanuel Fender.

Didier Bruère-Dawson précise à son tour que « cette notion existait déjà en droit français et a été expérimentée à travers l'Europe par des créanciers français et autres en matière de restructurations de banques depuis mai 2014, dans le dossier Banco Popular par exemple. Les anglais l'ont découvert avec la réforme de leur droit des procédures collectives à l'été 2020 et en ont depuis testé toutes les limites, en particulier lors de la restructuration de Virgin Active où je représentais des créanciers. L'expérience dans l'un et l'autre cas démontre que ce recours est une voie étroite pour le créancier récalcitrant et qu'il devra y réfléchir à deux fois avant que de s'y engager ».

Est-il bon d'introduire en droit français un concept anglo-saxon qui fonctionne dans un environnement très différent ? Et pour cause, en droit anglais, l'*insolvency practitioner* est à la fois auditeur et administrateur judiciaire. Les métiers du chiffre ont une place très importante, peut-être plus importante qu'en France et le rôle de l'administrateur judiciaire n'est pas le même.

De ce point de vue, le texte ne dit pas qui sera chargé d'évaluer la valeur d'une créance. « Ce sera très certainement les administrateurs judiciaires appuyés des auditeurs de la place » indique pour sa part Pierre-Emmanuel Fender. Au contraire, pour Laurent Assaya « les mandataires judiciaires vont devoir être plus impliqués, car ils maîtrisent les procédures liquidatives ». Joanna Rousselet, administrateur judiciaire associée chez Abitbol & Rousselet estime pour sa part qu'« il va y avoir l'implication de tous, des administrateurs et des mandataires judiciaires avec l'appui des auditeurs indépendants », confiante sur le fait que « les solutions émergeront naturellement, la prise en compte de la valeur réelle des créances étant une nécessité » ! Cette réforme induit-elle un autre changement : « à Paris va-t'on vraiment donner aux chiffres la place qu'ils ont dans le monde anglo-saxon ? » s'interroge Pierre-Emmanuel Fender. Quoi qu'il arrive, l'avocat ne manque pas de rappeler que « les modifications ne sont pas toujours utiles pour s'en servir, mais servent toujours comme arme de dissuasion ». A bon entendre ...

Par Cyprien de Girval

Restructuring & distressed M&A : tendances et opportunités en temps de crise

Option Finance – Les Directs

1^{er} juin 2021

ÉTUDE DE CAS

La fiducie : un outil précieux dans le cadre d'une restructuration

Avec la participation de : **Philippe Dubois**, associé, De Pardieu Brocas Maffei, **Daniela Kotzeva**, managing director, fiducies department, Equitis, **Aurélien Loric**, partner - avocat aux Barreaux de Paris et New-York - restructuring & corporate, Eversheds Sutherland

La crise sanitaire a mis en exergue certaines difficultés d'accès au financement de différents projets d'investissement alors que ceux-ci sont plus que jamais nécessaires pour maintenir l'activité et financer les entreprises. Coup de projecteur sur la fiducie, un outil qui offre des atouts en cas de restructuration.

En temps de crise, les prêteurs exigent des garanties solides. « Le financement des entreprises (BFR, trésorerie) peut être facilité par la fiducie car le transfert des biens ou actifs en fiducie est fait à titre de propriété. Ils sortent ainsi du patrimoine du constituant pour être sanctuarisés dans un patrimoine distinct et insaisissable, y compris par le fisc », souligne Daniela Kotzeva,



« La meilleure des garanties pour les banques reste la fiducie. »

Philippe Dubois, associé, De Pardieu Brocas Maffei

directeur général, département Fiducies d'Equitis en introduction de cet atelier. La fiducie est un contrat entérinant le transfert par un constituant de biens, de sûretés, d'actifs (présents ou futurs) ou de droits dans un patrimoine distinct au profit de bénéficiaires (prêteurs de deniers en général). Elle permet de garantir le remboursement et le paiement d'une dette bancaire ou bien encore l'exécution d'engagements. Il y a la fiducie sûreté (obligations de paiement et de remboursement) et la fiducie gestion (exécution d'engagements pris dans le cadre d'une procédure collective, d'un plan de cession arrêté par le tribunal, etc.).

Un outil adaptable et souple

« Avant l'introduction en droit français des fiducies, nous rencontrons des problèmes dans le cadre de procédures collectives car les sûretés traditionnelles n'étaient pas efficaces (le nantissement sur des actions, par exemple) » reconnaît Aurélien Loric, associé restructuring & corporate chez Eversheds Sutherland. La fiducie exige néanmoins un certain travail de structuration en cas de procédure collective. Autre atout de la fiducie : sa dimension contractuelle très importante et la grande variété des biens et actifs (immeubles, stocks, marques, titres, etc.) qu'on peut y placer. La mise en place d'une fiducie dans une société cotée nécessite de consulter les actionnaires. Sur un plan fiscal et opérationnel, c'est en revanche un



« Le financement des entreprises (BFR, trésorerie) peut être facilité par la fiducie car le transfert des biens ou actifs en fiducie est fait à titre de propriété. »

Daniela Kotzeva, managing director, fiducies department, Equitis

acte neutre pour la société dans le cadre d'une fiducie sûreté car celle-ci est temporaire. « La meilleure des garanties pour les banques reste la fiducie », affirme Philippe Dubois, associé, De Pardieu Brocas Maffei. « Une sûreté n'est pas nécessairement vouée à être mise en œuvre, si l'entreprise parvient à se sortir de sa passe difficile par d'autres moyens. Le débiteur peut très bien retrouver la propriété de ses biens et actifs ensuite », rappelle l'avocat. La fiducie est aussi déployée de plus en plus souvent dans des cadres in bonis car elle permet de monétiser les actifs.

PLÉNIÈRE 3

Restructuring & distressed M&A : tendances et opportunités en temps de crise

Avec la participation de : **David Chekroun** (modérateur), professor of International Business Law | director of the major «Law & Business», ESCP Business School, **Aurélien Loric**, partner - avocat aux barreaux de Paris et New-York - Restructuring & Corporate, Eversheds Sutherland, **Joanna Rousselet**, administrateur judiciaire, Abitbol & Rousselet.

Les faillites d'entreprises ont chuté de plus de 38 % en 2020 grâce aux nombreuses mesures gouvernementales d'accompagnement. Néanmoins, de nombreuses opportunités en distressed M&A et carve-out se profilent depuis quelques mois.

Comme l'a rappelé David Chekroun, professeur de droit à l'ESCP Business School, en introduction de cette table ronde qu'il modérerait, la phase de diagnostic des éléments économiques et financiers mais aussi des

instruments juridiques est essentielle avant toute transaction portant sur des entreprises en situation de distressed M&A

ou de restructuration. « Le distressed M&A est un outil de sortie de crise parmi d'autres pour des entreprises faisant



« Le distressed M&A est un outil de sortie de crise parmi d'autres pour des entreprises faisant face à des difficultés opérationnelles, économiques. »

Aurélien Loric,
partner - avocat
aux barreaux de
Paris et New-York -
Restructuring &
Corporate, Eversheds
Sutherland

face à des difficultés opérationnelles, économiques », explique Aurélien Loric, associé restructuring & corporate chez Eversheds Sutherland.

Des instruments judiciaires et juridiques...

« Le plan de cession est l'outil le plus ancien dans la panoplie du distressed M&A. C'est un outil simple mais puissant qui permet d'extraire la valeur pour la placer dans une structure ad hoc et le reste (dette, contrats de travail non repris) est liquidé », rappelle Joanna Rousselet, administrateur judiciaire chez Abitbol

& Rousselet. Autre outil très lié, le pre-pack cession permet dans le cadre d'une conciliation de préparer le futur plan de cession. Il est mis en œuvre dans un délai restreint. Le carve-out constitue une autre solution homologuée dans le cadre d'une procédure de conciliation ouverte par le tribunal et pilotée par un négociateur désigné par le juge. Par exemple, un groupe qui n'a pas d'avenir à offrir à une filiale pas assez ou non rentable à ses yeux peut avoir recours à cet outil. Au lieu de la céder de gré à gré, la maison mère place la filiale sous l'égide d'un conciliateur. Enfin, la cession au dirigeant (ou actionnaire) existant, mise en place dans le contexte de la crise sanitaire de façon limitée dans le temps, permet à une société de s'alléger de ses dettes tout en faisant financer par l'AGS un plan de licenciement.

... mais aussi financiers

Avec la crise actuelle, les difficultés peuvent être structurelles (comptes de résultat en berne, business model défaillant) et doublées d'un problème de surendettement ou bien elles peuvent être uniquement conjoncturelles comme en ce moment avec des trésoreries mises à mal couplées à des pertes d'exploitation. Or, il arrive que les banques refusent des financements sous forme de PGE, il faut alors trouver d'autres types de financement bancaire ou des alternatives comme des fonds de dette, de private equity français ou étrangers. Pour les difficultés structurelles, il faut intervenir

en urgence sur le traitement de la trésorerie pour s'attaquer ensuite au fond du problème. Les outils sont identiques mais ils sont plus difficiles à mettre en œuvre car les problèmes sont souvent tels que ces entreprises ne sont pas éligibles au PGE et n'intéressent pas les fonds de dette par ailleurs.

Quelles opportunités pour quels acteurs ?

Sur le restructuring/distressed M&A, on a vu apparaître de nouveaux candidats liés aux difficultés de domaines d'activité comme le tourisme, la restauration/hôtellerie. Le problème est d'identifier parmi eux les bonnes cibles aux fondamentaux économiques sains. Dans le cas d'un carve-out, cela présuppose de bien définir en amont les interdépendances opérationnelles, IT, RH également. Donc le timing et l'anticipation sont là aussi des points essentiels. « Côté repreneurs/investisseurs, nous avons en France une poignée de fonds de retournement ainsi que des fonds de private equity LBO classiques mais pas de véritable écosystème de private equity spécialisé dans le distressed M&A », analyse

Aurélien Loric. On voit plus des build-up de cibles corporate pilotés par des fonds d'investissement au bénéfice de leurs participations.

Le contrôle des investissements étrangers, renforcé récemment par le législateur, est aussi à prendre en compte, a fortiori dans le cas de fonds de dette étrangers situés souvent hors de l'Union européenne. Ces fonds réalisent un investissement primaire dans un actif distressed en dette et/ou en equity, seuls ou en co-investissement ou bien ils font une acquisition de dette en marché secondaire en ciblant en particulier des sociétés d'une taille déjà importante avec une décote sur la valeur faciale de cette dette. « Les investisseurs alternatifs, type hedge funds, sont de plus en plus présents car les banques ont pris l'habitude de céder leurs créances à des investisseurs tiers », explique l'avocat. « En revanche, dans ces scénarios, les actionnaires de l'entreprise doivent se montrer attentifs, surtout s'ils n'ont pas les moyens de réinjecter de l'argent pour faire face à la crise, car les opportunités sont plutôt côté acquéreurs. », souligne Joanna Rousselet. ●



« Le plan de cession est l'outil le plus ancien dans la panoplie du distressed M&A. C'est un outil simple mais puissant. »

Joanna Rousselet, administrateur judiciaire,
Abitbol & Rousselet

Option Finance
LES DIRECTS

RETROUVEZ TOUS LES REPLAY
DE NOS ÉVÉNEMENTS SUR :
www.evenements.optionfinance.fr

Faillites d'entreprises : la vague n'est pas inéluctable à la rentrée

L'Opinion

7 août 2020

Tsunamini

Faillites d'entreprises: la vague n'est pas inéluctable à la rentrée

Annoncée pour le printemps, puis pour l'automne, la multiplication des faillites d'entreprises pourrait ne pas être aussi importante qu'annoncée, selon différents experts

« Aucune entreprise ne sera livrée au risque de faillite », assurait Emmanuel Macron le 16 mars, alors qu'il **annonçait à la télévision le confinement général** et la mise à l'arrêt de l'économie. Pour y arriver, l'exécutif a orchestré la « mise sous cloche » du pays et déployé des amortisseurs d'une ampleur inédite pour aider les entreprises à surmonter cette crise : fonds de solidarité, prêts garantis par l'État (PGE), mesures d'activité partielle, report voire annulation de cotisations sociales... Le tout pour une somme de 450 milliards d'euros.

Cette mise sous perfusion de l'économie a globalement permis aux entreprises de bien encaisser le choc. Annoncée pour le printemps, la vague tant redoutée de défaillances n'est pas arrivée. « On constate une baisse de 32% des ouvertures de procédures dans les tribunaux de commerce par rapport à l'année dernière », souligne Sophie Jonval, présidente du Conseil national des greffiers des tribunaux de commerce. « En 2019, année où le nombre de défaillances était historiquement bas, on a recensé environ 1 000 ouvertures de procédures collectives par semaine. On en est à 500 par semaine depuis le début de la crise », expose Frédéric Abitbol, administrateur judiciaire unanimement reconnu par la profession, qui a notamment géré les procédures collectives sensibles de Partouche, Doux, et plus récemment Casino.

« Sans l'adaptation du droit et l'aide des pouvoirs publics, des dizaines de milliers d'entreprises seraient tombées dès ce 2^e trimestre », note la société d'études économiques Altares. Désormais, c'est la rentrée qui inquiète. Avec elle arriveront à leur terme plusieurs aides, dont le moratoire sur les loyers commerciaux ou le décret permettant aux entreprises en cessation de paiement de reporter leur demande d'ouverture de procédure collective. **Les faillites annoncées depuis le printemps** arriveront-elles massivement à l'automne ?

Optimisme. Frédéric Abitbol fait partie des optimistes : « Il n'y a aucune raison pour qu'il y ait une vague de faillites à la rentrée. Il y aura évidemment des difficultés, des restructurations financières, probablement des plans sociaux, mais il n'y a pas de raison pour que nous fassions face à une vague de disparitions d'entreprises », insiste l'administrateur judiciaire qui ne néglige néanmoins pas l'ampleur du travail d'accompagnement à accomplir auprès des entreprises. Les **cas médiatiques de Camaïeu, André et autres Naf Naf** sont pour lui révélateur du type d'entreprises impactées jusque-là : des groupes dont les problèmes, plus profonds, ont été amplifiés par la Covid-19.

« Les déboires du commerce de détail ne datent pas du Covid. La fragilité du secteur est structurelle, et due à l'arrivée du e-commerce il y a dix ans », précise le spécialiste.

Même son de cloche du côté de la médiation des entreprises. Le service d'aide a été dix fois plus sollicité pendant la crise que d'habitude et dispose de fortes remontées de terrain. « Les défaillances ne sont pas inéluctables. Le PGE a permis de maintenir les entreprises à flots. C'est maintenant la relation client-fournisseur qui va faire la différence », anticipe Pierre Pelouzet, médiateur des entreprises. Ce sera le point clé de la reprise : les carnets de commandes doivent repartir, pour permettre aux entreprises d'avoir à nouveau de la visibilité. « Cela relève d'une dimension psychologique que l'on ne maîtrise pas », glisse celui qui est aussi vice-président du Pacte PME.

D'autres projections sont moins réjouissantes. En juin, l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) modélisait une hausse de près de 80% du nombre d'entreprises en cessation de paiement, y compris de celles qui n'allaient pas si mal début mars. Les problèmes de liquidités sont en première ligne. Plus de 100 000 entreprises ne disposeraient que de trente jours de trésorerie pour faire face aux dépenses les plus urgentes, selon une autre étude Altares.

Pour ne pas sombrer, les entreprises n'ont d'autre choix que de tailler dans leurs charges fixes. Les annonces de plan de sauvegarde de l'emploi (PSE) se multiplient. Entre le 1^{er} mars et le 19 juillet, 275 plans sociaux ont été lancés en France, menaçant 43 343 postes. Soit plus du double que sur la même période de 2019. La rentrée, a prévenu Emmanuel Macron, sera « difficile ». Elle risque avant tout d'être sociale.

L'AUTEUR VOUS RECOMMANDE

Corde raide

Ces menaces qui planent sur la reprise

Jade Grandin de l'Eprevier

Anticipation

Défaillances d'entreprises: l'autre vague à lisser à tout prix

Raphaël Legendre

Danger

Pour éviter les faillites, l'OCDE conseille aux Etats d'investir en capital dans les entreprises

Jade Grandin de l'Eprevier

VIDÉO RECOMMANDÉE

**La procédure de conciliation offre une
multitude d'instruments pour traiter les
difficultés des start-up**

Capital Finance n° 1335

16 juillet 2018

« La procédure de conciliation offre une multitude d'instruments pour traiter les difficultés des start-up »



ALEXIS HOJABR
ASSOCIÉ, ORRICK

A l'heure où les dossiers de restructurations de start-up se multiplient, une administratrice judiciaire et un avocat partagent les « best practices » pour offrir une sortie par le haut aux jeunes pousses en difficulté.

Capital Finance: On parle encore peu des start-up en difficulté. Pourtant, les dossiers tendent à se multiplier dans une certaine « discrétion »...

Alexis Hojabr: C'est incontestable. Ce phénomène est évidemment lié à la maturation de l'écosystème: davantage de créations de jeunes pousses, davantage de start-up parvenant à une plus grande maturité, ayant effectué plusieurs tours de table, etc. Sur les six premiers mois de 2018, nous avons traité sept restructurations de jeunes pousses. Plus de la moitié d'entre elles se sont traduites par une sortie par le haut. Mais il faut aussi garder en tête qu'il y avait auparavant un certain nombre de dossiers qui n'étaient pas visibles car les start-up en difficulté allaient directement en liquidation judiciaire.

Joanna Rousselet: Si les dossiers de restructuration sont plus fréquents dans ce domaine, c'est aussi que les entrepreneurs prennent davantage conscience de l'intérêt de prendre la main pour entrer en procédure de prévention afin de traiter les difficultés et d'empêcher une sortie de route définitive. Ils savent également que le conciliateur ou le mandataire ad hoc agit pour la seule défense de l'intérêt de l'entreprise (fonds de commerce, salariés, propriété intellectuelle, etc.).

C.F.: En quoi la prévention est-elle adaptée aux cas des start-up ?

J.R.: Parce que, plus encore que dans tout autre type de dossier, la rapidité est ici clé. La conciliation, en ce qu'elle s'organise sur une durée de 4 mois (+ 1 mois), doit être favorisée. Elle présente évidemment l'avantage d'être une procédure amiable et confidentielle. Elle ne repose pas sur la coercition mais sur la négociation avec l'ensemble des parties (fondateurs, dirigeants, VCs, investis-

seurs particuliers, etc.) pour trouver la meilleure solution possible. Elle est aussi protectrice de la responsabilité des dirigeants. Elle associe le manager qui reste en place tout au long de la procédure, au côté du conciliateur.

C.F.: Quels types de problèmes permet-elle de résoudre ?

J.R.: La conciliation permet « d'acheter du temps », par exemple lorsqu'une start-up n'arrive pas à boucler son deuxième tour de table – c'est la fameuse « vallée de la Mort » qu'il s'agit de traverser entre la deuxième et la troisième année d'existence. Mais la conciliation peut beaucoup plus que la seule gestion des problèmes de trésorerie. C'est dans ce cadre qu'il est fréquemment possible de régler des conflits entre fondateurs. Le conciliateur peut proposer et organiser un nouveau modus operandi entre les dirigeants ou organiser la sortie de l'un d'entre eux.

C.F.: Sur un plan d'ordre technique, quels sont les outils de restructuration dont peut légitimement bénéficier une start-up ?

A.H.: Si l'on se place du côté des VCs, les clauses de retour à meilleure fortune et les mécanismes de ratchet présentent l'avantage de bénéficier d'un futur upside. Bien que l'investisseur acte à l'instant « t » sa sortie pour 1 €, il peut espérer générer un multiple décent grâce aux développements ultérieurs de la start-up.

J.R.: La conciliation offre une multitude d'instruments. A l'instar des pratiques observées au bénéfice des entreprises plus « traditionnelles », il est possible de négocier un moratoire fiscal et social avec les créanciers publics. Lorsque cela est pertinent au regard de l'activité, il est envisageable de lever des financements assis sur les stocks. Et pour une start-up qui s'appuierait sur une R&D importante, le paiement immédiat du Crédit Impôt-Recherche et du CICE, que la loi prévoit dès l'ouverture de la conciliation, peut faire une réelle différence. Tout cela sous couvert d'un privilège de new money.

C.F.: En ce qui concerne la new money, justement, d'où provient-elle la plupart du temps ? Des investisseurs existants ou d'un nouvel actionnaire ?

A.H.: Dès lors qu'une start-up a atteint une certaine taille, qu'elle a développé une vraie tech-

SON PARCOURS

Alexis Hojabr,
Avocat associé, Orrick
(doctorat droit Paris-II, LLM
University College London,
master 2 Lyon-III)

nologie, dispose de réels actifs (notamment en matière de propriété intellectuelle), le recours à un investisseur extérieur constitue un scénario crédible. Il arrive même que les fondateurs réinvestissent pour faire « le bridge », en attendant l'arrivée effective de ce nouvel entrant. Le plus souvent, ce sont les industriels, capables de valoriser la technologie, ou d'autres fonds de venture capital qui s'intéressent au dossier. La réalité, c'est que les fonds de retournement ou dits de situation spéciale ne sont pas encore réellement familiers des dossiers « start-up ».

C.F. : Et les VCs, sont-ils enclins à remettre au pot ? Le modèle intrinsèque du capital-risque consiste, traditionnellement, à générer 80 % de la performance du fonds avec 20 % des lignes en portefeuille...

A.H. : Certes, mais les choses ont évolué ces dernières années, pour une raison essentielle : le risque réputationnel, envers, bien sûr, les LPs mais aussi l'écosystème de manière générale. Nous constatons un intérêt naissant des fonds de venture capital sur la question du réinvestissement dans les moments difficiles.

J.R. : Parfois les fonds de capital-risque n'ont pas initialement l'intention de réinvestir, mais il suffit de peu pour changer la donne et ainsi les garder au tour de table : injection de new money par un nouvel actionnaire, changement d'équipe de direction plus adaptée pour conduire la suite du développement, perspective de cessions d'actifs, etc.

C.F. : Observez-vous des différences d'approche selon que le tour de table est composé de fonds de capital-risque traditionnels ou de corporate venture ?

J.R. : Ils n'ont pas nécessairement la même vision du dossier, ni les mêmes moyens financiers pour réinvestir. Quelle que soit la nature de l'investisseur, il est normal qu'un actionnaire qui ne souhaite pas remettre au pot sorte totalement en equity, mais aussi en OC.

A.H. : Il est clair que les intérêts ne sont pas toujours alignés entre VCs et CVCs. Un corporate investit naturellement dans une start-up pour des raisons stratégiques, avec des contrats business à la clef, en parallèle du volet capitalistique. D'expérience, je dirais qu'un corporate sera donc plus attentif à l'environnement concurrentiel et au risque que l'un de ses compétiteurs puissent venir racheter la start-up en question. Il cherchera donc à « protéger » sa participation, en réinvestissant.

C.F. : A vous entendre, on se dit que l'écosystème venture est devenu plus « réaliste »...

J.R. : Créer une boîte, cela prend dix minutes au tribunal de commerce. Se financer au démarrage, cela n'est pas plus compliqué que cela. C'est dans la gestion de la croissance et de la rentabilité que résident les véritables enjeux. Au fil du temps, nous

observons que les start-up réfléchissent mieux à la construction d'un modèle économique pérenne. Elles sont aussi beaucoup plus « challengées » par les VCs. Cela dit, les difficultés restent encore mal anticipées – ou anticipées trop tard – par les dirigeants. Combien sont-ils à se tourner vers un conciliateur quand il n'y a plus de quoi payer les salaires ? Or, c'est encore plus crucial d'anticiper quand on est à la tête d'une start-up. Parce qu'il y a peu d'actifs, parce qu'il y a peu d'argent.

A.H. : L'écosystème, dans son intégralité, a doublé son optimisme d'une forte dose de réalisme. L'ambition des entrepreneurs est une chose, la capacité à connaître les outils réglementaires et judiciaires sophistiqués pour gérer les difficultés en est une autre. Il y a urgence à ce qu'émerge une prise de conscience collective et que le dirigeant se tourne à temps vers des professionnels de la restructuration familiaux du private equity et du venture pour assurer la pérennité de son entreprise.

C.F. : Le réalisme, c'est aussi accepter de laisser partir une entreprise, start-up ou pas, sans s'acharner.

J.R. : Il n'est absolument pas question de faire de l'acharnement thérapeutique. Mon rôle de conciliateur consiste à se poser une question : pourquoi une entreprise ne parvient-elle pas à boucler sa nouvelle levée de fonds ? Si l'explication tient au produit qui ne rencontrera jamais son marché, alors il est effectivement inutile d'aller plus loin. Mais il y a aussi toute une foule de bonnes raisons de s'engager dans une restructuration : un business plan dont la réalisation sera décalée de quelques années, un conflit entre fondateurs qu'il est possible de régler, etc. Et la clé de voûte du dispositif demeurera le dirigeant et la conviction qu'il porte dans la réussite de son projet entrepreneurial.

C.F. : Est-il parfois nécessaire de passer par la case « procédures collectives » ?

A.H. : Dans certains cas, sauvegardes ou redressements judiciaires s'avèrent pertinents. La force de la loi, qui, sous la contrainte, offre la possibilité d'aligner les intérêts et de trouver une solution, n'est pas à négliger. Il en va de même d'un plan de cession qui permet de pérenniser l'activité.

J.R. : La France est dotée d'un formidable arsenal réglementaire pour restructurer les entreprises, qu'il s'agisse des procédures amiables ou collectives. Il faut le faire connaître et expliquer les possibilités qu'il offre. C'est bien de faire l'apologie de la création d'entreprises. Vu l'ampleur que prend le phénomène start-up, il faut d'urgence s'attaquer à l'éducation sur les difficultés et les risques intrinsèques au modèle. En portant un message pragmatique : le droit peut venir résoudre les difficultés et aider les start-up à revenir sur le chemin de la croissance quand elles en ont besoin. PROPOS RECUEILLIS PAR EMMANUELLE DUTEN



JOANNA ROUSSELET
ASSOCIÉE, ABITBOL
& ROUSSELET

SON PARCOURS

Joanna Rousselet,
administratrice judiciaire,
associée, Abitbol & Rousselet
(HEC, maîtrise droit des
affaires, maîtrise droit public)