

## 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 intérieur<sup>1</sup>. 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 2020<sup>2</sup>. 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 dettes<sup>3</sup>. 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 européenne<sup>4</sup>.

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 2014<sup>5</sup> 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<sup>er</sup> janvier 2021 ;
- les Pays-Bas, loi entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2021 ;
- la France, l'ordonnance du 15 septembre 2021 entrée en vigueur 1<sup>er</sup> 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'interprétation<sup>6</sup>, 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 passif<sup>7</sup>.

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 créance<sup>8</sup>.

La doctrine<sup>9</sup> encourage l'administrateur judiciaire à invoquer d'autres intérêts « catégoriels » lors de la constitution des classes<sup>10</sup>. 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 »<sup>11</sup>.

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 continuation<sup>12</sup> 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 »<sup>13</sup>. 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)<sup>14</sup>, 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)<sup>15</sup> 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 2020<sup>16</sup>. 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 constitutionnalité<sup>17</sup>. 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 inférieur 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 temporel<sup>18</sup>.

**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 2022<sup>19</sup>, 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* »<sup>20</sup>. 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.