

DEUX ANS APRÈS L'ORDONNANCE DU 12 MARS 2014 : COMMENT LES PROCÉDURES PRÉPACK ONT CHANGÉ LE TRAITEMENT DES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉS

*par Céline Domenget-Morin, Partner, White & Case,
et Xavier Bailly, Partner, Eight Advisory,
co-présidents de la commission capital retournement de l'AFIC*



Xavier Bailly



Céline Domenget-Morin

La réforme de 2014 du droit des entreprises en difficultés avait beaucoup fait parler d'elle pour ce qu'elle ne contenait finalement pas, à savoir la possibilité de forcer un debt to equity swap. En effet au dernier moment, le texte proposant un mécanisme de cession forcée ou d'augmentation du capital au profit de créanciers porteurs du projet de restructuration, avait été sanctionné par le Conseil d'Etat, et retiré du projet d'ordonnance pour son inconstitutionnalité. Cet épisode fâcheux pour la compétitivité du droit français de l'insolvabilité sur le plan international, finalement en partie corrigé quelques mois plus tard dans le cadre de la loi dite

Macron, a alors fait passer sous silence les apports majeurs de cette ordonnance.

En effet, l'ordonnance du 12 mars 2014 a consacré les procédures dites pré-packagées complétant la sauvegarde financière accélérée d'une sauvegarde accélérée, et introduisant le plan de cession prépack. Si ces modifications peuvent apparaître à première vue comme relativement mineures, elles sont au contraire structurantes pour le traitement des entreprises en difficultés des prochaines années dont la dimension transactionnelle se trouve ainsi renforcée.

LES PROCÉDURES PRÉPACKS – OUTILS EFFICACES DE TRAITEMENT DES ENTREPRISES EN DIFFICULTÉS Y COMPRIS DANS LEUR ASPECT TRANSACTIONNEL

La sauvegarde financière accélérée (« SFA »), dont l'accouchement fut long et semé d'embûches en 2010, a enclenché le mouvement. Après une première phase intense de restructuration lourde de LBOs en difficultés, l'idée était de faciliter les restructurations purement financières en permettant de forcer l'adoption d'une solution négociée en procédure amiable et soutenue par une majorité des

créanciers financiers, sans porter atteinte à l'activité de l'entreprise. L'ordonnance du 12 mars 2014 a corrigé quelques erreurs révélées par la pratique en supprimant par exemple l'exigence d'absence de cessation des paiements à l'ouverture de la sauvegarde et en renvoyant au seul respect des critères propres à la conciliation à l'ouverture de cette procédure (pour rappel, une procédure de sauvegarde financière ac-

célébrée ne peut être ouverte qu'après "l'échec" d'une conciliation). Le législateur continue ainsi de promouvoir la négociation préalable. La sauvegarde financière accélérée dont le régime dépend majoritairement de celui de la sauvegarde bénéficie également des modifications apportées à la procédure de référence par l'ordonnance telles que la prise en compte des conventions de vote...

Soucieux d'offrir une boîte à outils répondant à toutes les situations, le législateur a prévu à côté de la sauvegarde financière accélérée, la sauvegarde accélérée (« SA ») permettant d'imposer non seulement aux créanciers financiers mais également aux principaux fournisseurs récalcitrants un plan pré-négocié et soutenu par une majorité des créanciers appartenant à chacune de ces catégories. Compte tenu du maintien d'un gel des dettes fournisseurs pendant au moins le temps de la période d'observation, cette nouvelle procédure restera limitée à quelques rares hypothèses. Cette procédure est soumise aux mêmes conditions d'ouverture que la SFA (conciliation préalable notamment).

La SFA comme la SA agissent donc d'une certaine manière comme des guides dans le traitement des procédures de prévention. En effet, et dans la mesure où les critères de majorité des comités de créanciers s'appliquent, il s'agit, en amont, de travailler à une solution qui satisfait le plus grand nombre des créanciers membres des comités. Elles permettent également d'éviter des positions de blocages de principe de la part de certains créanciers.

Une précision doit être apportée sur le traitement des créanciers. Alors même que les comités concernés doivent statuer à la majorité des 2/3 dans le cadre des comités, il est parfaitement envisageable de prévoir un traitement différencié au sein même des comités. Par exemple, il est admis de proposer un traitement plus favorable à un prêteur qui maintiendrait ses lignes court terme ou participerait à de la new money (SFA et SA), ou encore à un fournisseur qui choisirait de continuer à travailler avec la société (SA), qu'à des créanciers qui souhaiteraient mettre fin à leurs relations avec la société. Le seul critère est que le plan, pris dans son ensemble, recueille la majorité des 2/3 au sein de chaque comité dans le cadre d'un accord préalable à l'ouverture de la procédure en elle-même.

Parmi les points clés des discussions sur la restructuration du bilan, figurent systématiquement le traitement des créanciers, mais également les mouvements sur le capital, que ces derniers passent par de l'injection de new money par les actionnaires en place ou par de nouveaux entrants. Dans tous les cas, il est possible pour l'actionnaire ou le repreneur de conditionner son investissement à l'obtention et la sécurisation d'un accord satisfaisant, en apportant par

exemple les fonds sur un compte séquestre, qui sera libéré à l'ouverture de la procédure, dont la particularité est que l'issue peut être anticipée dès le premier jour.

Pour l'actionnaire ou le repreneur, la SFA ou la SA va ainsi faciliter la mise en œuvre d'un plan de refinancement, en passant outre la capacité de blocage conventionnelle de certains créanciers minoritaires récalcitrants. Il faut néanmoins garder à l'esprit la communauté d'intérêts a priori des créanciers d'un même comité, qui impose à la société et ses actionnaires / repreneurs, de proposer des plans de réduction ou d'étalement des passifs qui s'inscrivent dans une réelle perspective de redressement in bonis.

À défaut de solution in bonis, la réforme du 12 mars 2014 a également consacré le « prépack cession », qui consiste à anticiper le processus de recherche de repreneur, bien souvent dans le cadre d'une procédure de conciliation, de manière à présenter une proposition de plan de reprise par voie de cession auprès du tribunal dès l'ouverture de la procédure de redressement judiciaire (« RJ »). De fait, le prépack cession dispense la procédure d'un processus complet de recherche de repreneur. Seul un appel à candidature est publié dans des délais très courts, généralement une à deux semaines. Cette disposition est appréciable pour les sociétés qui supporteraient mal un redressement judiciaire trop long.

Dans les faits, la recherche de repreneurs était anticipée par rapport à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire dans de nombreux cas avant que l'ordonnance introduise le prépack cession. En effet, une société ne bascule en RJ qu'en présence d'une insuffisance de cash que les actionnaires historiques n'ont pas la volonté ou la possibilité de couvrir. À ce titre, et dans la mesure où la trésorerie de la société le permet, une recherche de repreneur plus ou moins étendue est toujours a minima évoquée dans la recherche de solutions in bonis.

La réforme du 12 mars 2014 a introduit formellement un mécanisme d'accélération de la cession en RJ, dit prépack cession. Il suppose de satisfaire un certain nombre de conditions. En premier lieu, une recherche de repreneurs sérieuse et documentée doit avoir eu lieu. En pratique, cela passe bien souvent par le mandat d'une banque d'affaires reconnue, qui pourra apporter au tribunal la preuve de l'étendue de ses diligences et des contacts pris. En second lieu, il faut donc qu'un seul repreneur souhaite se positionner à la reprise. Ce point pose la question du timing dans lequel un prépack cession est proposé, et par qui. En effet, si une recherche de repreneur s'inscrit d'emblée dans le contexte d'un plan de cession, comment justifier que cette recherche ne s'inscrive pas dans une procédure de RJ ? Ainsi, le repreneur motivé doit prendre l'initiative de pro-

poser un prépack cession, au risque de se disqualifier si un concurrent choisit de remettre une offre in bonis.

La troisième condition est en réalité une condition de fait, non précisée par les textes. A notre connaissance, tous les prépack cessions qui ont eu lieu depuis l'introduction de cette procédure ont vu la reprise globale. Nombre de repreneurs ont imaginé appliquer un prépack cession à une reprise partielle d'activité, mais aucune reprise de ce type n'a eu lieu à ce jour. Et pour cause. Du point de vue du tribunal, comment s'assurer qu'aucune offre concurrente ou combinaison d'offres ne permettrait une reprise plus large sur le plan social ? Lorsque la question se posera, il sera très difficile de statuer sur une telle offre sans risquer de nombreux recours.

LA POURSUITE D'UN RÉÉQUILIBRAGE DE LA LOI DE SAUVEGARDE AU PROFIT DES CRÉANCIERS

Soucieux des critiques acerbes de certains investisseurs étrangers, les dernières réformes de la loi de sauvegarde se sont attachées à renforcer les droits des créanciers tout en favorisant les solutions négociées que ce soit dans un cadre amiable ou de procédure collective. L'ordonnance du 12 mars 2014 s'est inscrite dans cette dynamique.

Le premier axe de rééquilibrage a ainsi consisté à permettre aux membres des comités de créanciers de présenter un plan alternatif à celui présenté par la société. L'objectif du législateur est clair, faire des comités de créanciers des lieux de discussions et de négociations du plan plutôt qu'une simple chambre d'enregistrement, poursuivant ainsi l'amélioration petit à petit de la procédure de sauvegarde.

Si ce concept présente une avancée certaine, il bute encore sur des difficultés pratiques. Le dispositif introduit par l'ordonnance est simple puisqu'il donne la possibilité à chaque créancier membre d'un des deux comités de créanciers de présenter un plan. Dans les faits, un créancier seul a peu de chances de succès en présentant un plan alternatif. Faut-il cependant regretter que le texte n'ait pas fixé un seuil minimum de soutien par les autres créanciers pour pouvoir faire valoir son plan ? A notre connaissance, à date, peu de créanciers ont tenté leur chance sur une proposition de plan concurrent de celui de la société. D'ailleurs, quel créancier se lancerait seul dans la présentation d'un plan sans s'être assuré du soutien d'une majorité des membres du comité pour permettre l'adoption de sa solution ou d'une minorité de blocage pour éviter l'adoption du plan présenté par la société et ainsi forcer une négociation ? Il s'agit de la condition sine qua non pour peser dans la négociation du plan final.

La pratique a intégré, principalement dans les dossiers dits de restructuration financière, la présentation, au stade de

Les conditions de prix et de qualité du projet s'inscrivent dans la pratique actuelle des tribunaux dans le cadre des plans de cession. Même si l'expression est passée dans le langage courant, la « reprise à 1€ à la barre » n'a plus cours lorsqu'il s'agit de PME ou ETI. Plus encore dans le cadre d'un prépack, il n'est donc pas concevable de présenter une offre qui ne traiterai pas tout ou partie du passif.

Enfin, le dossier Fram a démontré que le caractère prépack n'empêchait pas d'autres repreneurs de se présenter en dernière minute dans le cadre du redressement judiciaire, incitant le repreneur déclaré en prépack à conserver une certaine marge de manœuvre pour améliorer son offre pendant la procédure.

procédures amiables, de propositions de restructuration alternatives par des groupes de créanciers. Cette opposition entre plusieurs plans se traduit dans la plupart des cas par une négociation point par point pour aboutir à une solution unique. Le poids respectif au sein des comités de créanciers et de l'assemblée générale des obligataires en cas d'ouverture ultérieure d'une sauvegarde ordinaire, accélérée ou financière accélérée est d'ailleurs un élément clé dans la dynamique de négociation au stade de la procédure amiable.

C'est cette dynamique, propre à chaque dossier, qui permet de déterminer dans les faits quel est le pourcentage minimum de créances qu'un créancier doit détenir seul ou avec ses partenaires pour pouvoir présenter un plan alternatif. Les seules deux années de recul, qui n'ont pas vu de grands affrontements entre plans au stade de la procédure collective, n'incitent pas à fixer un seuil de représentativité pour pouvoir présenter un plan alternatif, qui serait bien difficile à déterminer.

Cependant, il ne faut pas céder à l'angélisme. L'absence de seuil ne doit pas pour autant être synonyme de porte ouverte aux contentieux purement opportunistes de créanciers minoritaires. Le passage par la procédure de sauvegarde, sauvegarde accélérée ou financière accélérée doit être efficace. La centralisation des recours au stade de l'adoption du plan et le contrôle du tribunal sur le traitement des créanciers minoritaires doivent être préservés.

Un oubli de l'ordonnance devrait cependant être réparé. De manière inexplicée, la possibilité de présenter un plan alternatif n'a pas été octroyée aux obligataires. Cette distorsion entre créanciers bancaires et créanciers obligataires n'a pas lieu d'être et devrait donc être corrigée.

UNE RECHERCHE D'AMÉLIORATION DU TEXTE POUR TENIR COMPTE DES ÉCUEILS RÉVÉLÉS PAR LA PRATIQUE MAIS UN TEXTE ENCORE PERFECTIBLE

Le droit français des entreprises en difficultés n'a eu de cesse de se réformer depuis l'adoption de la loi de sauvegarde en 2005, afin de corriger les écueils révélés par la pratique et s'adapter aux évolutions extrêmement rapides de l'environnement économique et financier. Ce fut le cas de l'ordonnance du 18 décembre 2008 avec la prise en compte de la jurisprudence Eurotunnel sur la composition du comité des établissements de crédit, puis de la loi du 22 octobre 2010 avec l'intégration de la jurisprudence Technicolor ayant abouti à l'absence de vote des créanciers dont la créance n'est pas affectée par le plan.

C'est la même logique qui a conduit à intégrer dans l'ordonnance du 12 mars 2014 une disposition prévoyant la prise en compte des conventions de vote entre créanciers au stade de l'adoption du plan par les comités de créanciers. L'intention consistant à assurer une certaine transparence dans le cadre du vote sur les conventions pouvant influencer le vote de tel ou tel créancier était louable. Le texte est malheureusement très imparfait, si bien que François Xavier Lucas le qualifie de « contourné et filandreuse ». Or la sécurité juridique impose de pouvoir s'appuyer sur des dispositions claires et précises. L'information sur l'existence d'une convention de vote est laissée à la libre appréciation de chacun des créanciers dont le vote serait soumis à une telle convention. Sont visées les conventions soumettant le vote d'un créancier à des conditions ou ayant pour objet le paiement total ou partiel de la créance. Les *credit default swap* sont directement visés. L'application du texte est plus incertaine s'agissant de certaines conventions restreignant le droit de vote d'un créancier. Seule une clause faisant directement référence au vote dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité en ce compris les procédures de sauvegarde accélérée ou de sauvegarde financière accélérée nous paraît entraîner l'application du texte. Les comités de créanciers et l'assemblée générale unique des obligataires sont en effet des organes originaux où le droit de vote au sein des comités de créanciers et de l'assemblée générale unique des obligataires appartient à chaque créancier à titre individuel, toute limitation de son droit de vote doit donc être spécifiquement prévue dans cette hypothèse. De nombreuses conventions de subordination ou intercréanciers rédigées depuis l'entrée en vigueur de l'ordonnance intègrent des conventions de vote s'appliquant expressément en cas de procédure d'insolvabilité. Elles sont clairement prises en compte dans les réflexions en amont pour appréhender les majorités pouvant se dégager en cas de procédure collective, et ce d'autant plus en présence d'un prépack. Une clarification du texte serait donc utile pour éviter tout débat devant les tribunaux qui viendrait nuire à l'efficacité des procédures engagées.

Dans cette recherche constante d'amélioration du texte, le législateur a essayé dans le projet d'ordonnance, sur le modèle de nombreux droits étrangers, d'introduire un dispositif de *debt to equity swap* permettant dans certaines hypothèses de forcer une conversion en capital des créances dans le cadre d'un plan de restructuration. La tâche n'est pas aisée et le dispositif initialement prévu dans le projet d'ordonnance a été sanctionné par le Conseil d'État pour son atteinte au droit de propriété protégé par la constitution. Ne renonçant pas à son projet, le législateur a finalement introduit un mécanisme, certes limité dans son champ d'application, au sein de la loi Macron. En effet, il ne s'applique qu'à des groupes de plus de 150 salariés, en redressement judiciaire, lorsque la disparition de l'entreprise est « de nature à causer un trouble grave à l'économie nationale ou régionale et au bassin d'emploi » et que cette solution est « la seule solution sérieuse permettant d'éviter ce trouble ». Ces conditions assez draconiennes donnent malheureusement peu de chances au dispositif.

Alors que le but recherché était d'améliorer la compétitivité du droit français, les contraintes posées pour permettre la conformité du mécanisme proposé à la Constitution en limitent l'intérêt. Il ne contient par ailleurs aucune référence à la valeur d'entreprise, pourtant pivot d'autres lois étrangères et des négociations menées avec succès dans les procédures de prévention. La limitation portée à l'application du dispositif de cession forcée des titres détenus par des actionnaires récalcitrants ou leur dilution forcée ne permet pas de respecter la règle classique de subordination économique entre créanciers et actionnaires, renvoyant aux actionnaires le choix d'agir ou non en actionnaire responsable.

Cette notion de valeur d'entreprise ne figure pas plus dans les règles de vote sur les plans de sauvegarde ou de sauvegarde accélérée, la référence actuelle du texte aux conventions de subordination ou aux conventions de vote ne suffit pas à traiter le sujet puisqu'elle permet dans certains cas à une catégorie de créanciers tels que des créanciers subordonnés, mais qui représenterait l'intégralité des obligataires, de bloquer l'adoption de tout plan de sauvegarde, ne laissant alors le choix qu'entre un rééchelonnement imposé par le juge même s'il est inefficace à assurer un avenir pérenne à l'entreprise, et un redressement judiciaire en vue d'un plan de cession.

Ces pistes d'amélioration ne doivent cependant pas remettre en cause l'apport essentiel de l'ordonnance qui en développant les procédures prépackagées, encourage le traitement préventif et va dans le sens d'une plus grande efficacité des outils de traitement des difficultés des entreprises.