



CÉLINE DOMENGET-MORIN
AVOCAT ASSOCIÉE
GOODWIN



MAXENCE BLOCH
AVOCAT ASSOCIÉ
GOODWIN

AVIS D'EXPERTS

Restructuring et private equity : maîtriser la nouvelle donne

C'est dans le sillage de la crise financière de 2008 que le private equity français a véritablement découvert les procédures amiables de restructuration des entreprises. Les mandats ad hoc, conciliations, sauvegardes financières et autres « pre-pack » sont devenus sinon familiers, du moins connus de tous les acteurs de la place, qui ont pu constater que ces procédures, historiquement tournées vers la protection de l'emploi, favorisaient le débiteur, voire l'actionnaire. Face aux critiques acerbes de certains prêteurs et investisseurs étrangers, la France a alors entamé une évolution de son droit des entreprises en difficulté, visant à renforcer les droits des créanciers tout en favorisant les solutions négociées, que ce soit dans un cadre amiable ou de procédure collective. Mais cette évolution a été jugée trop timide, et l'Union Européenne, dans une volonté de faciliter l'union des marchés de capitaux, a donné l'impulsion d'une réforme profonde des procédures de restructuration préventive. La directive du 20 juin 2019, s'inspirant très largement du *Chapter 11* américain et adoptée après deux ans de négociation, est un texte de compromis laissant une marge d'appréciation significative aux Etats membres, tenus de le transposer mi 2021 au plus tard.

Nécessité de renforcer la lisibilité

L'objectif de la directive est d'obliger les Etats membres à adopter un socle commun qui permettra aux investisseurs d'appréhender plus facilement les restructurations en Europe. Cet objectif est d'autant plus louable que le règlement européen sur les procédures d'insolvabilité ne permet pas à lui seul d'appliquer une seule et même loi aux faillites internationales.

Ce socle commun porte sur une répartition des créanciers en classes distinctes constituées par communauté d'intérêt : ainsi des créanciers chirographaires et des créanciers bénéficiant de garanties, mais également des créanciers légalement subordonnés. Cette répartition va se substi-

tuer aux comités de créanciers et d'obligataires et permettre ce qui constitue l'une des innovations majeures de la directive : l'application forcée interclasses, appelée « *cross-class cram down* » par référence à ce qui existe en droit américain ou anglais. Pour mémoire, un plan ne peut être adopté aujourd'hui, en présence de comités de créanciers, s'il n'a reçu un vote positif d'une majorité des 2/3 des créances affectées et ayant exprimé un vote au sein de chaque comité de créanciers et de l'assemblée unique des obligataires, ce qui a pu aboutir à donner dans certaines hypothèses un veto de fait à certains créanciers. Dorénavant, il sera possible d'opérer un « *cross class cram-down* », dans deux hypothèses : l'approbation du plan par (i) une majorité de classes de parties affectées autorisées à voter, à condition qu'au moins l'une de ces classes soit une classe de créanciers garantis ou ait un rang supérieur à la classe des créanciers chirographaires, ou (ii) au moins l'une des classes de parties affectées ou lésées, autre qu'une classe de détenteurs de capital, mais qui reste dans la monnaie au moins partiellement. Deux principes devront être respectés : d'une part, le critère du meilleur intérêt des créanciers, à savoir qu'aucun créancier dissident ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan que celle qu'il connaîtrait en liquidation ; d'autre part, une règle de priorité qui, au choix des Etats membres, sera absolue (une classe dissidente de créanciers doit être intégralement désintéressée avant qu'une classe de rang inférieure ne bénéficie de répartitions ou conserve un intéressement) ou relative (une classe dissidente de créanciers affectés doit être traitée au moins aussi bien qu'une autre classe de même rang, et mieux qu'une classe de rang inférieur). Nul doute que les conventions de subordination, dont la transposition de la directive en droit français devrait encore renforcer le caractère juridiquement contraignant, s'empareront de ces nouvelles dispositions pour en organiser en amont le fonctionnement et leur donner une pleine efficacité pratique.

Mais qu'advient-il alors de l'actionnaire, dont la place était jusqu'alors si centrale dans les opérations de restructuring de LBO ? Notamment, peut-on le contraindre à accepter le plan, voire le diluer ou le sortir de force du capital ? Quel sort accorder à ses créances (prêts d'associés, obligations subordonnées systématiquement mis en place par les actionnaires du private equity en complément du financement en capitaux propres) ?

Traitement des actionnaires : le cas du private equity

Ces questions suscitent une attention toute particulière en France où la sauvegarde pâtit d'une image pro-actionnaire, alors même que la grande majorité des situations de renégociations de dettes sont traitées dans le cadre de procédures amiables où les actionnaires du private equity ont démontré à maintes reprises qu'ils savaient remettre au pot, voire passer la main quand cela était nécessaire pour l'avenir de l'entreprise.

La directive impose aux Etats de veiller à ce que les actionnaires ne puissent pas bloquer une restructuration de manière déraisonnable. Le veto de l'assemblée générale des actionnaires sur tout plan entraînant une dilution des actionnaires est clairement visé. L'enjeu en termes de compétitivité du droit français est réel, par rapport au Royaume-Uni et son « *scheme of arrangement* » mais d'autres pays comme les Pays-Bas qui cherchent à s'imposer comme une plateforme pour les restructurations européennes.

Deux options sont proposées par la directive : soit la mise en place d'un mécanisme ad hoc pour contourner le refus « *déraisonnable* » de l'actionnaire à la mise en œuvre d'un plan de restructuration, soit la création d'une classe d'actionnaires pour

la « *créance d'apport* » de l'actionnaire qui serait ainsi soumise à l'application forcée interclasses. La France a déjà tenté d'introduire en 2014 puis en 2015 la première solution. Mais, pour éviter un grief d'inconstitutionnalité, le dispositif mis en place par la loi du 6 août 2015 dans le seul cas du redressement judiciaire a été enfermé dans des conditions tellement strictes (démonstration d'un risque de trouble grave à l'économie nationale ou régionale et au bassin d'emploi), qu'il n'a jamais été utilisé. Pourrait-on envisager un abaissement du seuil de majorité en assemblée générale ou la désignation par le tribunal d'un mandataire chargé de voter en lieu et place des actionnaires dissidents ? La question de la constitutionnalité et même de la légitimité de tels mécanismes reste entière. La seconde possibilité, déjà en vigueur en Allemagne notamment, serait de créer une classe

d'actionnaires pour leur créance d'apport. Si cette solution a le mérite de la simplicité et donc de la lisibilité, elle expose les actionnaires au risque d'une application forcée interclasses qui ne leur laisserait que peu de levier pour protéger leur position.

Des garde-fous en cas de classe d'actionnaires

Quelle que soit la solution retenue, la question de la valeur sera centrale pour l'actionnaire. Si le choix se porte sur la création d'une classe d'actionnaires, il faudra l'encadrer de garde-fous évidents. Le premier serait que le plan bénéficiant de l'application forcée interclasses soit soutenu par le débiteur au sens du management, lui-même d'ailleurs également actionnaire (voire créancier) de l'entreprise dans le cadre d'un LBO, et qui devra ici montrer l'exemple en faisant prévaloir l'intérêt de cette dernière, sous peine de perdre sa position managériale et son investissement. La directive ne prévoit cet accord que pour les PME, mais il nous paraît nécessaire également pour les ETI s'agissant de procédures de restructuration préventive. Le deuxième garde-fou serait de donner à l'actionnaire les moyens d'agir lorsqu'il est encore dans la monnaie, au moyen d'un recours effectif

« Les fonds de private equity devront adopter une vision dynamique de la valeur moins centrée sur l'Ebitda que sur les cash-flows. »

quant à la valeur retenue dans le cadre de l'application forcée interclasses.

La troisième condition, qui correspond à la pratique observée en procédures amiables, est de donner à l'actionnaire qui réinvestit et apporte de l'argent frais, la place d'un véritable acteur de la procédure, par exemple au moyen d'une priorité au moins temporaire pour la présentation d'un plan, ou d'une surpondération dans le vote du plan.

Quelles que soient les options retenues par la France pour la transposition de la directive,

elles devront également être examinées à l'aune de l'importante réforme du droit des sûretés en cours dans un souci d'efficacité et de lisibilité sur la scène internationale.

Les actionnaires du capital-investissement doivent s'emparer des réformes à venir pour renforcer leur rôle de partenaire de leurs participations. Ils n'auront leur mot à dire que s'ils anticipent et arrivent au besoin dans cette nouvelle procédure en étant encore au moins partiellement dans la monnaie. Cela impliquera sans doute d'avoir une vision dynamique de la valeur, non plus centrée principalement sur le multiple d'EBITDA mais sur les cash-flows futurs générés. Mais il apparaît évident que l'équilibre des règles françaises de prévention des difficultés, jusqu'alors plutôt favorable à l'actionnaire, penchera bientôt du côté des créanciers.

CÉLINE DOMENGET-MORIN, MAXENCE BLOCH, GOODWIN

Classes de créanciers, *cross-class cram-down*, la transposition de la directive sur les procédures de restructuration préventive va changer les règles du jeu. Avec un double objectif de lisibilité et d'attractivité du droit français.