

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 Bompont : 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 Bompont : 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 Bompont : 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 Bompont : 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 Bompont : 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 Bompont : 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 délégués.

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