

BILANS DE RENTRÉE :

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

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



Celine Domenget-Morin



Joanna Rousselet

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La notion de parties affectées et de créances affectées

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

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

Le périmètre des effets de la sauvegarde accélérée

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

Clarification de la notion de détenteur de capital

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

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

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

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

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

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

2. Premiers bilans des restructurations de PGE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Illustration : le cas Pierre & Vacances

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

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

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

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

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

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

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