

SECONDE TABLE RONDE

**L'ACTIONNAIRE DANS LES SITUATIONS
EXCEPTIONNELLES**

L'ACTIONNAIRE ET LES SITUATIONS DE DIFFICULTÉS FINANCIÈRES

Hélène Bourbouloux

Administratrice judiciaire, FHB administrateurs judiciaires

Ce thème recouvre une actualité qui le rend encore plus pertinent.

On a parlé de l'actionnaire propriétaire de l'entreprise, bénéficiaire ultime de la création de richesse en contrepartie de ses apports. Nous allons parler de l'actionnaire à l'heure de la pénurie. Et si ses droits pécuniaires sont par définition la contrepartie de l'absorption des pertes, ses droits politiques le protègent dans le droit français au point de parfois le privilégier par rapport au créancier.

Cette spécificité française est très critiquée par le monde des créanciers, en France et surtout à l'étranger. Elle est même souvent incomprise par des investisseurs étrangers dont le droit local est beaucoup plus radical avec l'actionnaire. Mais les temps changent, cela a été annoncé par le Professeur Torck, et l'uniformisation de nos droits s'alignant sur la financiarisation globale, mondiale, de l'économie modifie clairement les droits des actionnaires. De l'actionnaire roi au créancier ultime : dix ans de rééquilibrage favorable au créancier. Mais la crise Covid-19 apporte une revanche inattendue de l'actionnaire, dont je me ferai un plaisir de parler. En effet, je suis plutôt favorable à ce que les droits des créanciers – naturellement pour des raisons comptables et financières – s'expriment avant les droits pécuniaires des actionnaires, mais je suis surtout favorable au sauvetage de l'entreprise. Et s'il passe par le retour de l'actionnaire, alors il faut lui rendre hommage et l'encourager.

Au gré des procédures qui sont prévues au Livre VI du Code de commerce, la place de l'actionnaire s'amenuise sur l'échelle des difficultés grandissantes. Il est encore incontournable dans la société *in bonis*, dans les procédures d'anticipation – mandat *ad hoc*, conciliation. Il est encore assez décisif en plan de sauvegarde puisqu'un tiers ne peut pas proposer une offre de reprise des actifs en plan de cession. Il devient un peu secondaire en redressement judiciaire si aucun plan n'est présenté. Et puis il peut même être forcé sur l'autel du sauvetage lorsqu'il est totalement ignoré en plan de cession. En liquidation judiciaire, il retrouve une certaine actualité mais sous l'angle du pilotage de la gouvernance, et donc sous l'angle des responsabilités dont la sienne peut aussi être appréciée.

C'est le schéma ordinaire en France, mais l'on voit des changements importants depuis dix ans et l'ultime verrou qui permet à un actionnaire majoritaire d'empêcher le plan va sauter sous le coup de la directive européenne Restructuration et Insolvabilité du 20 juin 2019¹ qui vient parachever les initiatives que l'on trouve

1. Directive (UE) n° 2019/1023 du 20 juin 2019 relative aux cadres de restructuration préventive, à la remise de dettes et aux déchéances, et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des

d'années en années encore timides dans notre Livre VI pour altérer les droits des actionnaires en ce qu'ils peuvent parfois empêcher la mise en œuvre d'un plan qui sauverait l'entreprise. L'actionnaire qui ne peut pas présenter de solutions ne peut pas en empêcher une : c'est la philosophie de la directive européenne, pour laquelle la loi Pacte a donné au législateur français deux ans pour l'introduire dans notre droit national². Le créancier, lui, reste prioritaire peu importe la valeur des titres respectifs : c'est l'ordre des choses. C'est en vertu du contrat initial de société que l'actionnaire absorbe les pertes, et le créancier, lui, doit être totalement rempli de ses droits avant que l'actionnaire ne soit rémunéré, et ce, quelle que soit la valeur de l'instrument. Il y a eu de nombreux débats sur la valeur de l'instrument puisque des actionnaires trouvent inacceptable lorsque le créancier qui acquiert son titre de dette à quelques pourcentages de sa valeur – 30 %, 40 %, 50 % – ne soit pas finalement considéré, dans la relation avec l'actionnaire, à ce niveau de valeur plutôt qu'à son nominal, comme l'expriment malheureusement la comptabilité, mais aussi le droit des votes et le calcul des droits de vote dans les assemblées des créanciers. Pour autant avec la crise Covid-19, on va réaliser que les priorités peuvent être renversées avec une revanche de l'actionnaire quand il va être considéré comme l'unique repreneur crédible.

Je vous propose donc d'apprécier l'actionnaire sous l'angle de quelques qualificatifs.

I. L'ACTIONNAIRE SAUVETEUR

L'actionnaire sauveteur est celui qui vient au secours de l'entreprise en difficulté. C'est celui qui est capable d'abord de la recapitaliser : bien souvent, il aura fait son rôle et son travail d'actionnaire avant même que l'entreprise ne soit confrontée aux procédures du Livre VI.

Il intervient parfois en mandat *ad hoc*. Il ne bénéficie pas du privilège de *new money* lors de la conciliation pour ses apports en capital mais il peut en bénéficier pour ses apports en compte courant et pour tout autre soutien financier qu'il peut apporter à l'entreprise pour autant qu'il ne s'agisse pas d'apport en capital. Il n'est donc pas exclu du privilège de *new money*. Il peut être sauveteur lorsqu'il permet le financement du plan de sauvetage plus souvent en prévention, encore en plan de sauvegarde ou de redressement.

Il a même, cet actionnaire, lorsqu'il est le majoritaire, désormais quelques outils pour se prémunir de ce minoritaire un peu gênant qui, ayant négocié les 33,4 %, l'empêche d'atteindre cette majorité exigée par le droit des sociétés pour les mesures les plus engageantes de la vie de l'entreprise. Dans le Livre VI du Code de commerce, il est possible – depuis pas si longtemps que ça – de forcer le minoritaire dans certaines circonstances : on appelle cela le 50/50. Ce n'est pas

procédures en matière de restructuration, d'insolvabilité et de remise de dettes, et modifiant la directive (UE) n° 2017/1132 sur la restructuration et l'insolvabilité.

2. Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

tout à fait opérant pour les sociétés cotées car le quorum dans ces sociétés n'est pas de 50 % et on a donc du mal à recourir à ces dispositions pour les sociétés cotées. Pour les sociétés non cotées en revanche, cela permet, sur première convocation de l'assemblée, d'obtenir des décisions permettant que le plan soit mis en œuvre et des résolutions à la majorité simple, et non pas à la majorité des deux tiers. La question de l'actionnaire minoritaire est donc traitée depuis quelques années – ce n'est pas si vieux que ça. Le majoritaire peut ainsi voir son plan s'imposer, comme des créanciers qui voteraient dans des comités à la majorité des deux tiers nonobstant le tiers minoritaire récalcitrant.

II. L'ACTIONNAIRE CONTRAIGNANT

Un peu plus compliqué que l'actionnaire sauveteur, il y a aussi l'actionnaire contraignant. En effet, si on peut forcer le minoritaire, on ne peut pas forcer le majoritaire. Les assemblées générales, les réunions d'actionnaires, demeurent nécessaire, et le législateur a voulu absolument privilégier en France les droits politiques des actionnaires. C'est le droit de propriété constitutionnel, on ne peut pas l'affecter. C'est étonnant car le créancier est aussi propriétaire de son titre de créance. Mais ce droit-là affecte un peu moins notre esprit, soucieux de maintenir le droit de propriété comme un droit absolument incontournable.

La loi Macron³ a tenté, il y a quelques années, d'adapter notre droit à des exigences d'investisseur étranger, en se disant qu'il est choquant lorsque l'actionnaire ne présente pas de solutions, qu'il puisse néanmoins bloquer un plan. Et on a là le véritable « article de poésie » du Livre VI : il doit faire une page entière du Code, il prévoit une quinzaine de conditions de tel sorte qu'il n'a jamais été appliqué depuis les quatre ans de son existence. Effectivement, on dispose d'un outil qui, en théorie, permet de contourner un blocage de l'actionnaire mais dans des circonstances tellement étroites qu'il n'est en réalité pas mis en œuvre. Il faut être en redressement judiciaire pendant trois mois, il faut avoir d'abord cherché un plan de cession. Il faut ensuite que le plan de cession soit un échec : en cela même, on s'interroge sur la façon dont peut fonctionner cette disposition législative car, si un tiers propose un plan de cession, c'est que l'actionnaire n'est pas du tout considéré dans les droits patrimoniaux de l'affaire future et donc, on a du mal à penser qu'il faudrait d'abord avoir un échec en plan de cession pour pouvoir contourner ensuite des actionnaires qui refuseraient un plan de redressement présenté par un tiers. Tout simplement, pourquoi le tiers ne présente pas le plan de cession ? C'est là une contradiction qui nous montre bien que ce texte a été le fruit de compromis. Il faut des experts des droits évincés, des mandataires qui votent au nom des refusants. Il faut que l'économie nationale ou régionale et les emplois y attachés soit affectée par ce blocage et encore dans des circonstances exceptionnelles. Bref, cette faculté d'éviction de l'actionnaire existe et malgré toutes les réserves, elle marque cette évolution pour contourner le pouvoir de contrainte de cet actionnaire qui, s'il ne veut pas voter, ne votera pas et empêchera le seul plan viable.

3. Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques.

Cela conduit des créanciers, lorsqu'ils sont les auteurs de propositions, et en particulier dans les financements structurés, à consentir des droits aux actionnaires historiques – souvent critiqués par ces derniers comme étant insuffisants, et toujours considérés comme n'étant que la contrepartie d'un chantage pour des créanciers qui parfois eux-mêmes abandonnent une partie de leur créance, ou doivent la convertir en capital pour devoir sauvegarder l'entreprise et leurs intérêts. Pour autant, le Livre VI ne vient donc pas encore régler ce problème, mais la directive européenne évidemment apporte et impose une solution.

En revanche, le Livre VI ne règle pas la question des problèmes de quorum. Or il m'est ainsi arrivé dans plusieurs dossiers – et notamment l'affaire CGG, une société cotée – qu'il y ait deux assemblées car la première ne réunissait pas le quorum. Si on ne doutait plus du vote des actionnaires, encore fallait-il que ces derniers se mobilisent pour venir voter. Or, s'ils n'ont rien à gagner, pourquoi se déplacer pour aller voter un jour de pluie alors même que leurs droits sont probablement définitivement perdus ? Ce verrou ne sautera que dans le cadre de l'adaptation de la directive car l'actionnaire devient un créancier ultime : la directive en autorise la possibilité, même si le droit national va vraisemblablement utiliser les réserves, les exceptions ou les tempéraments, que la directive européenne apporte. Mais notre droit national va s'adapter pour reconnaître l'actionnaire comme un créancier ultime pouvant constituer lui-même une classe de créancier. Étant alors une classe, on pourra lui appliquer l'ensemble des dispositions afférentes au vote des plans par classe de créanciers : on aura donc une classe homogène, avec application des règles de ne pas payer un créancier de rang inférieur tant que le créancier supérieur n'est pas rempli de ses droits, mais aussi la faculté de passer outre les votes des créanciers voire d'imposer des abandons – c'est le *cross-class cram down*. L'actionnaire fera partie d'une classe, comme le salarié : le salarié n'est pas encore réuni en classe dans notre droit national, mais la directive européenne a ouvert des portes en la matière.

III. LE CRÉANCIER DEVENU ACTIONNAIRE

Si l'actionnaire est devenu créancier ultime, il l'est également parfois dans l'autre sens. C'est-à-dire que le créancier est devenu un actionnaire – un actionnaire choisi dans le meilleur des cas, mais un actionnaire souvent subi. Ce sont les mécanismes de *debt to equity swap* dans lesquels, notamment dans les financements structurés, il faut rappeler que l'actionnaire de la société opérationnelle est rarement l'actionnaire final tel qu'on l'imagine : l'actionnaire de la société opérationnelle est en général la *holding* bien endettée dont elle relève. Or, généralement, les actionnaires auxquels nous pensons sont les actionnaires de cette *holding* endettée. Ainsi cette cascade, qu'on oublie quand on a une approche consolidée des affaires et du groupe, prend tout son sens quand on revient à l'échelle de l'intérêt social de chaque entité et des relations entre actionnaires et filiale dans l'entreprise en difficulté.

Cet actionnaire peut être subi, c'est-à-dire qu'il n'a pas d'autre choix pour conserver ses intérêts que de convertir une partie de sa dette en capital. Ce n'est

rien d'autre que la clause de retour à meilleure fortune. On la pratiquait depuis fort longtemps, sans vraiment pouvoir la traduire en instruments financiers pendant très longtemps dans les dossiers d'entreprises en difficulté. En réalité, celle-ci se traduit dans des instruments d'*equity* ou de *quasi-equity*.

Il y a aussi l'actionnaire choisi, c'est le cas de l'investisseur devenu créancier pour être actionnaire. Il va acheter de la dette pour la convertir en capital et pour prendre le contrôle de l'entreprise et, en cela, avoir un accès à une information très large dans l'entreprise en difficulté, puis, le cas échéant, consolider un groupe de prêteurs autour de lui et prendre le contrôle d'une société. C'est donc devenu, à la faveur de la loi sur les entreprises en difficulté, un mode de prise de contrôle par la dette qui est organisé et qui est permis par tout l'ensemble du dispositif. C'est souvent une bonne solution pour l'entreprise, mais c'est parfois de nouvelles difficultés qui apparaissent car cela met en lumière les situations sensibles de l'actionnaire dans la gouvernance.

L'actionnaire n'est pas que le propriétaire de l'entreprise : c'est celui qui pilote la gouvernance, qui choisit le *management*, qui décide de la stratégie, qui s'investit dans les décisions capitales de l'entreprise. Mais comment peut-on assurer son indépendance et sa légitimité quand il est à la fois créancier et actionnaire ? Celui qui était créancier pour devenir actionnaire aura bien souvent largement converti sa créance en capital pour prendre le contrôle, mais il aura pu vouloir séparer ses classes de risques et d'actifs pour rester un peu créancier, au cas où. Alors on se retrouve avec un actionnaire qui pilote la gouvernance et qui, de temps en temps, aura des décisions qui peuvent être teintées de ses intérêts de créancier plutôt que de ses intérêts d'actionnaire. C'est une des grandes difficultés qu'on a eu à traiter dans les dossiers de *lenders led*s, qui constituent les premières prises de contrôle par les créanciers dans lesquelles on mesure comment on tâtonne sur les questions de gouvernance. J'ai été amenée à expérimenter plusieurs situations : la situation où initialement les créanciers eux-mêmes ont occupé le terrain dans le conseil d'administration ou le *board*, sans forcément avoir les compétences le permettant parce que ce n'était pas les bons acteurs. On a aussi envisagé une gouvernance hyper-indépendante, avec uniquement des administrateurs indépendants, mais en face de restructuration de l'entreprise, il nous faut aussi des actionnaires très engagés : ce n'est pas non plus la meilleure des solutions, tout dépend des profils et du groupe d'actionnaires. Puis, on a imposé dans d'autres dossiers une gouvernance sous forme de conseil d'administration en imposant que les fonds eux-mêmes soient administrateurs, voire même que le nom de leur institution figure sur le K-bis y voyant là une bonne parade contre la faillite. Néanmoins, évidemment, c'est très défensif à l'endroit de la faillite, et ce n'est pas forcément offensif ou proactif dans le bien de l'entreprise. Voilà une illustration de l'une des difficultés de l'actionnaire créancier.

Je rappelle que le *board* en France est guidé par l'intérêt social contrairement à d'autres pays, comme aux États-Unis où il est au bénéfice des actionnaires. En tout cas, il n'est pas fait au bénéfice des créanciers. Sur ce point, à l'aune des entreprises en difficulté, il est important que la gouvernance se structure avec des comités indépendants, des comités de restructuration, qui veillent à ce que les membres de ces comités soient eux-mêmes constitués d'administrateurs qui ne sont pas par ailleurs *conflictés* par des droits particuliers, directement affectés par la restructuration.



Pour conclure sur le nouveau paradigme et l'horizon des actionnaires, est-ce que l'actionnaire en tant de crise n'est-il pas le meilleur repreneur ?

J'ai beaucoup milité en ce sens depuis le début du confinement en me disant que le seul moyen pour limiter l'impact de cette crise, que je pense très longue, c'est de favoriser la consolidation et les reprises. Il faudra probablement que deux sociétés un peu fragilisées l'une et l'autre par la crise du Covid-19 s'associent, se replient, se renforcent l'une l'autre, quitte à diminuer la voilure globale, mais pour assurer leur rebond et la création de richesse.

Ce faisant, on voit bien que l'interdiction de principe du dirigeant de droit ou de fait et, dans la pratique, de l'actionnaire majoritaire – car c'est lui qui choisit le *management* – de se porter acquéreur en plan de cession des activités des sociétés était un peu trop exagérée. De deux choses l'une : soit il a une responsabilité dans la faillite et alors il est normal de l'en exclure, soit il n'a pas de responsabilité et il n'y a pas de raison de rejeter son offre. Et dans la crise du Covid-19 qui explique en elle-même les difficultés, ni l'actionnaire ni le dirigeant n'en sont responsables. J'ai donc milité pour qu'il ne soit pas stigmatisé comme il l'était auparavant, en imposant des réquisitions du Parquet et ce afin que, ni privilégié, ni stigmatisé, il puisse se porter acquéreur dans des reprises en plan de cession. Je comprends que c'est compliqué à admettre : il est vrai qu'il est moralement difficile d'accepter qu'on puisse laisser toutes ses dettes derrière soi, reprendre l'entreprise et ainsi repasser devant les créanciers qui demeurent impayés. L'ordonnance du 20 mai 2020⁴ l'a autorisé pour une période qui est aujourd'hui limitée. Cela existe dans d'autres pays comme en Belgique et ce dans le droit commun. Si c'est la meilleure offre, alors il faut la retenir. Si les créanciers sont en capacité de faire mieux, ils devront alors être privilégiés. Mais bien souvent, il n'y aura pas d'offrant, et le seul qui pourra accepter de reprendre du risque, c'est celui qui aura déjà mis son argent et qui, évaluant son risque, aura intérêt à en remettre un peu.

J'aurais pu dire un mot sur l'actionnaire dans les sociétés cotées, mais c'est le propos de Maître Kanovitch et de Maître Chabert.

En un mot, la société cotée vient quelque peu impacter le droit des entreprises en difficulté mais ne sacrifie jamais l'information du marché. Nous devons donc aussi, dans l'entreprise cotée en difficulté, veiller à cette bonne information et à prendre des précautions utiles. Cela malgré le fait que, de temps à autre, on est confronté à des créanciers qui ne veulent surtout pas d'informations pour ne pas être *conflictés* et qui ne veulent pas se *restricter*. Dans les dernières négociations, tout ce qu'on a appelé le « *cleansing* des informations » pour permettre la négociation pendant des temps limités très courts est devenu extrêmement consommateur pour les administrateurs, parfois plus que la négociation de fond. Mais c'est un autre sujet.

4. Ordonnance n° 2020-596 du 20 mai 2020 portant adaptation des règles relatives aux difficultés des entreprises et des exploitations agricoles aux conséquences de l'épidémie de covid-19.