

Quels enseignements tirer de la restructuration de Belvédère ?

Pourquoi le droit français des entreprises en difficulté n'est-il pas efficace ?

Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?

Sophie Vermeille

Avocat / Chercheur Laboratoire d'économie du droit de Paris II
Droit & Croissance / *Rules for Growth*

29 janvier 2014

Part I	Case Study : Belvédère	Page 3
Part II	La procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français	Page 16
Part III	Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?	Page 25

PART I

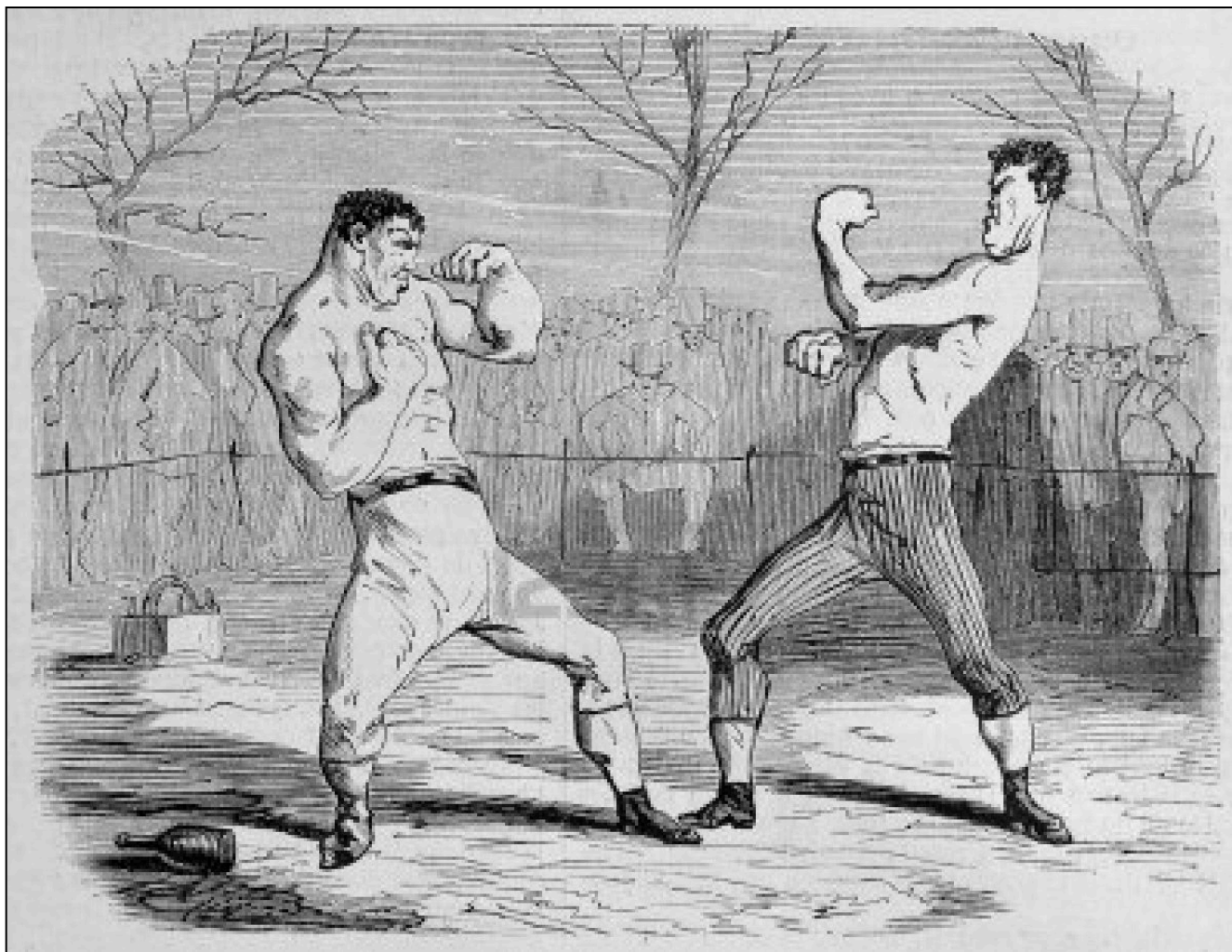
CASE STUDY : BELVEDERE



Partie I – Case Study : Belvédère

- **Début 2006** : acquisition de Marie Brizard pour 560 M€ financée par un emprunt obligataire à taux variable « floating rate note » (FRN) et un emprunt obligataire subordonné (OBSAR) payables in fine respectivement en 2013 et 2014
- **2007** : Litige des deux dirigeants fondateurs avec le conglomérat CL Financial Ltd actionnaire de référence > rachat par le groupe d'une partie des actions mises en vente par le conglomérat > **violation d'un engagement restrictif sur le rachat d'actions** figurant dans l'emprunt obligataire FRN
- **2008** : rumeur sur la violation du negative covenant relatif au rachat d'actions par Belvédère > Effondrement du prix de la dette FRN > rachat par plusieurs fonds *distressed* d'une quote-part significative de la dette FRN

Partie I – Case Study : Belvédère



Partie I – Case Study : Belvédère

A quoi sert un covenant ?

- sur un plan juridique : demander exigibilité anticipée de la dette > bouton nucléaire
- forcer le management à changer de stratégie ou à restructurer la dette en amont avant le terme initialement convenu
- sur un plan économique : réalignement des intérêts des créanciers et des actionnaires pour éviter coûts de détresse financière, moyen pour les créanciers d'être prévenus en amont des difficultés



**MAIS à la condition que les règles de la procédure collective respectent le contrat
à défaut, modification de la dynamique de négociation**

**Peur de la procédure collective > les créanciers ne sont pas en mesure de pouvoir provoquer
le changement de stratégie ou la restructuration du bilan de l'emprunteur
suffisamment en amont**

Partie I – Case Study : Belvédère

- La direction de **Belvédère se refuse cependant à présenter un plan** précis permettant de réduire le niveau d'endettement du groupe
- Les fonds d'investissement font une proposition à Belvédère permettant la réduction immédiate de la dette à hauteur de €200M > proposition refusée par la direction car jugée trop dilutive pour les actionnaires
- Belvédère se place en procédure de **sauvegarde le 16 juillet 2008** alors qu'elle n'a aucune proposition de plan > les créanciers font tierce opposition mais celle-ci est rejetée
- Ses filiales opérationnelles sont également placées en procédure de sauvegarde car elles sont garantes en partie du passif
- Prolongation de la période d'observation jusqu'à **dix huit mois** après l'ouverture de la procédure de sauvegarde

Partie I – Case Study : Belvédère

- La direction annonce en mars 2009 qu'elle considère que la **déclaration de créance des porteurs d'obligations FRN n'est pas valable** car réalisée par le *trustee* de droit américain, n'ayant pas la capacité de représenter les obligataires.
- La justice française finira par reconnaître les droits des porteurs FRN après une longue procédure : conclusion **absence de devoir de loyauté du dirigeant vis-à-vis des créanciers**.
- Situation opérationnelle de Belvédère continue à se dégrader compte tenu de l'impact des contentieux en chaîne sur la relation avec les fournisseurs, toutefois pas besoin de *new money*

Partie I – Case Study : Belvédère

- Homologation du plan de sauvegarde le **10 novembre 2009 en dépit de l'opposition des créanciers > Rééchelonnement de la dette sur dix ans** à taux d'intérêt constant, auquel sont attachées des **conditions irréalistes** :
 - **endettement** de la HoldCO égal à **24 fois l'EBITDA**
 - **cession de l'actif stratégique** Marie Brizard dans le seul but de désendetter la société, dans un contexte dégradé
 - opération de marché devant permettre la recapitalisation sur la marché (via émission d'ORA) **illusoire en l'absence de désendettement** significatif de la société = phénomène de debt over hang
- **Avril 2011**, le Tribunal de commerce de Dijon prononce **la résolution du plan de sauvegarde**, confirmé en appel > mais pas pourtant placement automatique en procédure de redressement > vide juridique

Partie I – Case Study : Belvédère

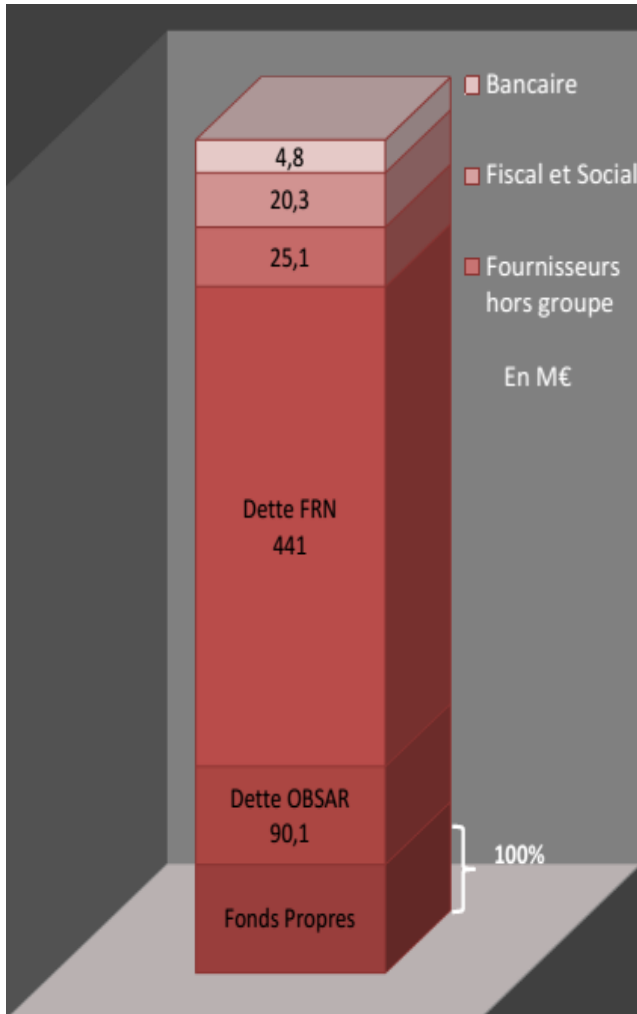
- **Mars 2012**, Belvédère est placée en procédure de **redressement judiciaire**, tout comme ses sept filiales garantes par le Tribunal de commerce de Dijon
- **Septembre 2012**, la société Belvédère et des créanciers détenant la majorité de la dette FRN parviennent à un accord sur la restructuration du bilan de la société
- Après **une tentative de cession d'actifs stratégiques et non stratégiques**, l'administrateur valide le scénario **prévoyant la conversion de 100% de la dette FRN en capital, en échange de 87% du capital social de la société**
- Les porteurs de la dette OBSAR, créanciers subordonnés ne reçoivent que des **BSA** ouvrant droit au maximum à 10% du capital sous réserve d'une augmentation illusoire du cours de bourse de l'action mais ils étaient *out of the money*
- Certains porteurs de la dette OBSAR se considèrent lésés et concluent un accord transactionnel avec les porteurs de la dette FRN et Belvédère

Partie I – Case Study : Belvédère

- Plusieurs actionnaires minoritaires tentent de **remettre en cause la validité des délibérations** prises par l'assemblée générale extraordinaire qui approuve le plan de redressement (alors que pourtant bien traités puis qu'ils conservent 13% du capital de la société !)
- Homologation du plan de redressement judiciaire par le Tribunal de commerce de Dijon le **11 mars 2013**
- **Avril 2013, après 5 ans de procédure, frais et incertitude**, le désendettement massif mais tardif du groupe Belvédère est réalisé, mais la situation opérationnelle de Belvédère s'est aggravée entre temps, alors que l'EBITDA était d'environ **60 millions d'euros en 2008**, il n'est désormais plus que de **3,2 millions en 2012**
- Au final, les actionnaires de Belvédère se retrouvent dans une moins bonne situation que s'ils avaient accepté l'offre initiale des créanciers FRN et les titulaires d'OBSAR ont quasiment tout perdu

Partie I – Case Study : Belvédère

Structure de la Dette avant Restructuration



Description

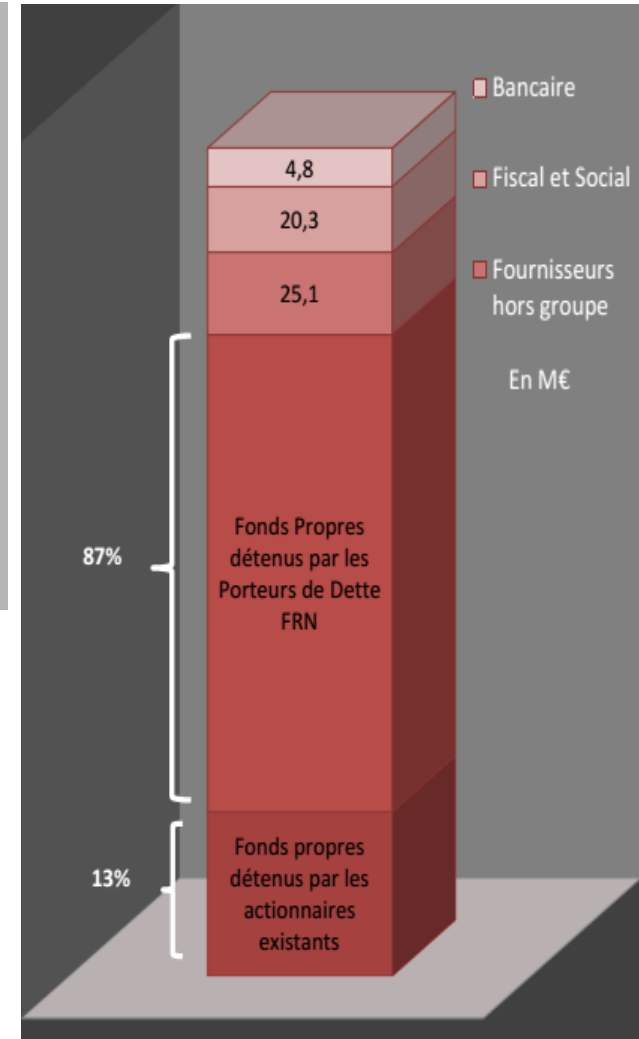
- ✓ Les créanciers FRN obtiennent la conversion de 100% de leurs créances en actions
- ✓ Les actionnaires existant détiennent toujours environ 13% du capital et reçoivent des BSAs leur donnant droit d'espérer un retour à meilleur fortune
- ✓ Les porteurs d'obligations subordonnées reçoivent des BSAs à titre de remboursement leur donnant droit d'espérer un retour à meilleure fortune, mais au final, ils sont moins bien traités que les actionnaires, pourtant d'un rang junior
- ✓ Le passif bancaire, fournisseur fiscal et social est rééchelonné sur sept ans

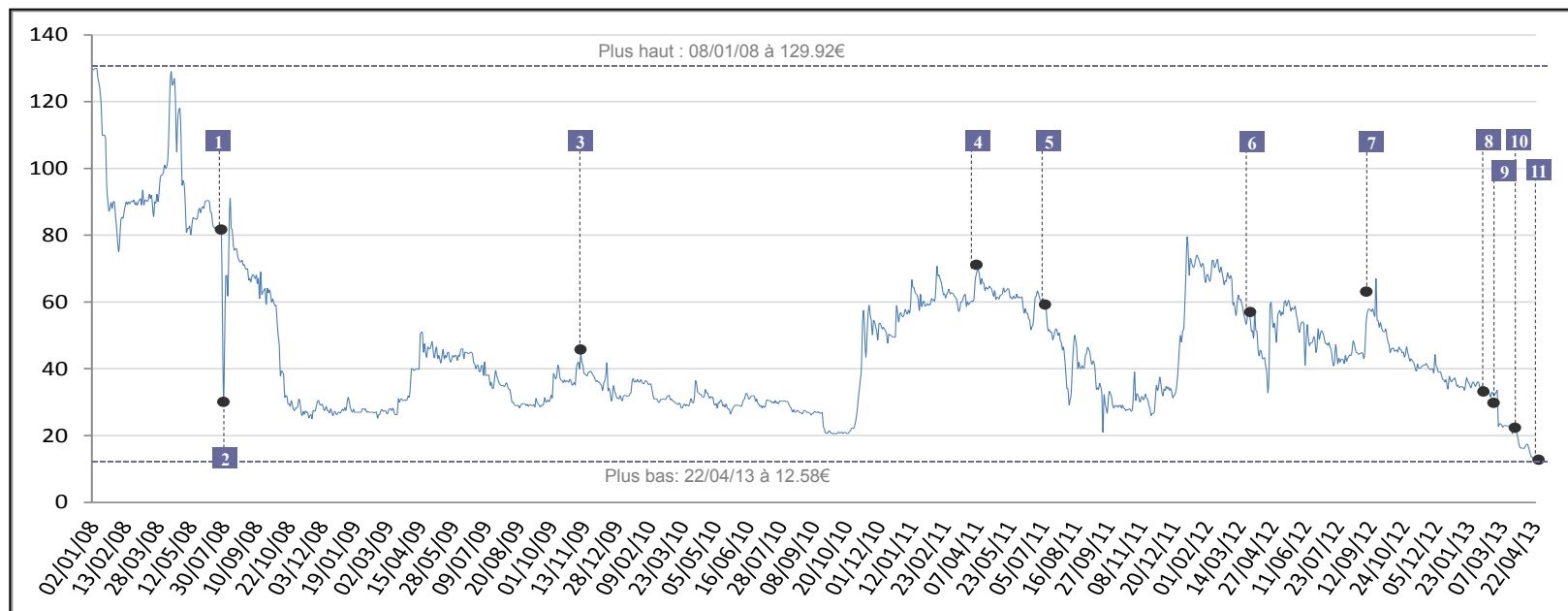
La structure financière de Belvédère est assainie mais avec 5 ans de retard.

La situation opérationnelle s'est entretemps fortement dégradée.

Belvédère

Structure de la Dette après Restructuration





- 1 20 juin 2008 : Suspension de la cotation et ouverture de la première procédure de sauvegarde
- 2 30 juillet 2008 (reprise de la cotation) : 29,80€ = **impact temporaire de l'effet de la sauvegarde sur le cours**
- 3 10 novembre 2009 (adoption du plan de sauvegarde) : 44,40€
- 4 4 avril 2011 (résolution du plan de sauvegarde) : 66,20€
- 5 1er juillet 2011 (ouverture de la seconde procédure de sauvegarde) : 60,19€
- 6 20 mars 2012 (conversion de la procédure de sauvegarde en redressement judiciaire) : 56,10€
- 7 18 septembre 2012 (conclusion de l'accord avec une majorité d'obligataires) : 55,78€
- 8 4 février 2013 (conclusion de l'accord transactionnel avec les créanciers FRN) : 36,12€
- 9 28 février 2013 (vote favorable du plan de redressement) : 33,50€
- 10 11 mars 2013 (accord du tribunal sur l'adoption du plan de redressement) : 22,91€
- 11 9 avril 2013 (adoption du plan de redressement de Marie Brizard par le tribunal) : 16,32 €

Partie I – Case Study : Belvédère



- Un transfert du contrôle trop tardif
- Un démantèlement du groupe à prix cassé évité de justesse
- Violation des rangs de priorité entre investisseurs par l'effet du droit des entreprises en difficulté
- Contentieux important compte tenu de la violation récurrente des droits

PART II

LA PROCEDURE DE REDRESSEMENT SOUS L'ANGLE DE L'ANALYSE ECONOMIQUE DU DROIT : ANALYSE CRITIQUE DU DROIT FRANÇAIS

PART II – La Procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français

- **Modèle optimal de traitement des faillites : recherche de la maximisation de la valeur des actifs**

- ❖ **Faire un tri rapide entre les sociétés viables et les sociétés non viables**
 - Envisager la liquidation avec arrêt d'exploitation rapidement
 - Permettre la séparation des actifs viables et non viables pour les besoins de la réorganisation opérationnelle

- ❖ **Réduire les coûts liés à la situation de détresse financière en donnant les bonnes incitations aux parties de négocier à l'amiable**
 - Cristallisation de la valeur d'entreprise et accès à l'information pour les créanciers
 - Possibilité d'exproprier les actionnaires & les créanciers selon ordre d'absorption des pertes lorsque société insolvable mais viable > **Transfert aux créanciers « pivots »** ou « résiduels » = créanciers qui ont les « bonnes » incitations

PART II – La Procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français

➤ **Modèle optimal de traitement des faillites**

❖ **Condition requise : respect des contrats existants**

- Respect du « contrat social » entre les créanciers et les actionnaires
- Respect des créanciers titulaires de sûretés réelles
- Respect des conventions de subordination

❖ **Méthode pour atteindre l'objectif > réduction des coûts = gestion des *hold out***

- Procédure collective permet de réduire les « coûts de coordination » (lié au manque de transparence de l'information) et les « coûts de motivation » (lié aux problèmes de passager clandestin)
- Abandon de la condition liée à l'unanimité des créanciers pour modifier les accords de départ

Introduction : Perception du marché du droit des entreprises en difficulté français

Classification des Régimes d'Insolvabilités selon S&P

A1	A2	B	C
Pays-Bas	Afrique du Sud	Espagne	Russie
Irlande	Allemagne	Turquie	Kazakhstan
Finlande	Belgique	Mexique	Ukraine
Danemark	Luxembourg	Chili	
Singapour	Suisse	France	
Hong Kong	Japon	Italie	
Australie	Portugal	Brésil	
Royaume-Uni	Canada		
Norvège	Etats-Unis		
Suède			

PART II – La Procédure de redressement sous l’angle de l’analyse économique du droit : analyse critique du droit français

➤ Modèle français ?

❖ Pas de tri facile entre les activités viables et non viables

❖ Réduction des coûts liés à la situation de détresse financière insuffisante :

- Pas de cristallisation de la valeur d’entreprise en procédure collective
- Depuis 2008, possibilité de forcer la conversion de la dette en actions au sein des comités MAIS
 - Impossibilité d’exclure les actionnaires en l’absence d’une dissolution de l’entité juridique = sans consentement des dirigeants et des actionnaires
 - Impossibilité de procéder à des abandons forcés de créances
- Concept obsolète de la cessation des paiements = transfert trop tardif

PART II – La Procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français

- ❖ **Condition requise tenant au respect des contrats existant non respectée car les modalités d'approbation du plan exacerbent les antagonistes > décuplent le risque de *hold out***
 - Certes passage de l'unanimité à la majorité
 - Incohérence de la répartition des créanciers dans les comités en vue du vote (fournisseurs / banques / obligataires) au regard de l'ordre des priorités
 - Titulaires de sûretés et chirographaires votent ensemble !
 - Subordonnés et *senior* votent ensemble !
 - Même les créanciers en principe non affectés ont le droit d'approuver le plan



Permet aux catégories *junior* de monnayer leur vote



Déviations importantes par rapport à l'ordre d'absorption des pertes que ce soit en procédure collective ou durant la phase amiable du traitement des difficultés

PART II – La Procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français



Changement de règles du jeu > exacerbe les antagonismes > accords sous optimaux durant les négociations amiables

PART II – La Procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français



- FORTE incertitude juridique
- Élément DISSUASSIF pour les nouveaux investisseurs : quel risque/rendement ?
- Transferts de richesse fréquents
- Contentieux important
- Forum shopping (Double LuxCo)
- Pas de DIP financing

PART II – La Procédure de redressement sous l'angle de l'analyse économique du droit : analyse critique du droit français

Récapitulatif :
Une même situation : société viable insolvable
> deux issues radicalement différentes en fonction du cadre juridique

- ✓ Actionnaires et créanciers junior se maintiennent dans la société
- ✓ Actionnaires sont partiellement dilués, une partie des créances de chirographaires et la dette junior convertie en actions
- ✓ Valeur économique des créances senior n'est pas préservée
- ✓ Valeurs des capitaux propres reste proche de zéro
- ✓ Augmentation des taux d'intérêt pèse sur l'exploitation

Modèle classique français

- ✓ Actionnaires et créanciers junior perdent tous leurs droits
- ✓ Valeur économique des créances senior est préservée
- ✓ Une partie des créances chirographaires est convertie en actions
- ✓ Valeur des capitaux propres redevient positive
- ✓ L'activité est préservée et maintenue
- ✓ Structure du bilan et donc taux d'intérêt adapté à l'exploitation (sous réserve consensus banques)

Modèle conforme aux enseignements de l'analyse économique du droit

PART III

QU'ATTENDRE DE LA REFORME A VENIR DU DROIT DES ENTREPRISES EN DIFFICULTE ?

PART III – Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?

❖ Élément positifs ou améliorer

- Pour la première fois est envisagé **l'éviction des actionnaires** même non dirigeants dans la procédure de redressement judiciaire
- TOUTEFOIS, l'éviction doit s'appliquer à **tous les actionnaires** ainsi qu'aux **créanciers** selon l'ordre d'absorption des pertes
- TOUTEFOIS, l'éviction doit survenir **bien avant la cessation des paiements** > dès que la société est insolvable
- TOUTEFOIS, **incertitude** perdue sur l'issue de la procédure collective : éviction des actionnaires contrôlant ou plan de reprise
- Sont réputés non écrits les clauses prévoyant que la nomination d'un mandataire *ad hoc* est un événement de défaut

PART III – Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?

❖ Élément positifs ou améliorer

- Droit de **présentation d'un plan concurrent** par les créanciers dès l'ouverture de la procédure de sauvegarde
- TOUTEFOIS, pas d'amélioration des droits des créanciers à l'accès à l'information
- Dispositions reconnaissant **l'importance de prendre en compte les conventions de subordination**, en particulier, les conventions de vote
- **Validité des conventions de vote** prévoyant notamment des transferts de créances au moment du vote, ou les engagements de ne pas voter de la part des obligataires
- TOUTEFOIS, existence de situations dans lesquelles, il n'y a pas de conventions de vote = cas des TSS de Technicolor

PART III – Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?

❖ Mesures critiquables

- La réforme n'envisage pas de rétablir les droits des **titulaires de sûretés réelles** > nuit gravement au financement des entreprises fragiles
- Privilège de new money = privilège légal accordé si homologation du plan de conciliation **joue le rôle en France que joue les sûretés réelles dans les pays voisins** = utilisation quand aggravation des difficultés
- **Privilège de new money certes clarifié** quand à ses effets durant la procédure collective, mais s'applique désormais également au passif social et fiscal > **affaiblissement des droits des prêteurs initiaux**
- Pas de plafond limite du privilège de new money quand apporteurs d'argent frais > **porte ouverte aux abus = Multiplication des stratégies de loan to own ?** Il existe cependant toujours un problème du monopole bancaire et une incertitude quant à l'issue de la procédure

PART III – Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?

❖ Mesures critiquables

- La nouvelle "**procédure dite de sauvegarde anticipée**" : élargissement du champ d'application de la procédure de sauvegarde financière accélérée
- CERTES : elle permettra de **réduire les coûts dits "de motivation"** : permet d'exercer une pression sur les petits créanciers
- CEPENDANT : Conditions d'approbation du plan par les créanciers financiers similaires à celles de la procédure de sauvegarde > **risque de transferts de richesse indu demeure**
- CEPENDANT : **Effets contreproductifs de la multiplication des procédures "intermédiaires"** entre la phase amiable des négociations et la phase coercitive

PART III – Qu'attendre de la réforme à venir du droit des entreprises en difficulté ?

❖ Mesures critiquables

- Nouvelles dispositions relatives au rôle du parquet > pourquoi ne pas adopter la règle du mieux disant afin de rendre les **procédures collectives plus transparentes** ?
- Nouvelle dispositions **interdisant la prise en charge par le débiteur** des frais engagés par les créanciers > effet pernicieux en particulier pour les créanciers obligataires

Evolution Incrémentale....

...ou rupture ?



Sophie VERMEILLE

Présidente

Institut Droit & Croissance

Rules for Growth Institute

+ 33 (0) 6 73 04 89 90

svermeille@droitetcroissance.fr

www.droitetcroissance.fr

<http://fr.linkedin.com/in/sophievermeille>