

CLASSES DE PARTIES AFFECTÉES

1131

Procédures collectives et classes de parties affectées: la question centrale de la valeur

Conseil par

MAURICE NUSSENBAUM,
professeur émérite de l'université Paris-Dauphine - PSL,
expert de justice en économie et finance agréé par la
Cour de cassation (h), président de Sorgem Evaluation



Les restructurations récentes de sociétés importantes comme Orpea, Casino ou ATOS, dans le cadre de procédures collectives avec des classes de parties affectées, ont soulevé des questions d'évaluation des actifs des sociétés tant en continuation qu'en liquidation. Ces évaluations ont permis de construire les plans de restructuration et aux différentes parties prenantes de se positionner par rapport à leur acceptation.

C'est l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 qui vise à assurer le maintien de l'activité de l'entreprise et à assurer le désintéressement des créanciers qui a rendu nécessaire d'évaluer précisément les conséquences des différentes options de restructuration, y compris la liquidation de la société.

On va s'intéresser (1) à la problématique de l'évaluation dans un contexte de parties affectées en rappelant (2) comment elle est conditionnée par les règles fixées par l'ordonnance pour l'adoption des plans et en montrant (3) comment ces règles influent sur les méthodes à mettre en œuvre.

1. En quoi la création des classes de parties affectées a-t-elle renforcé le besoin de valorisation ?

L'ordonnance prévoit de répartir les créanciers en classes de parties affectées (qui ont remplacé les comités de créanciers) caractérisées par leur communauté d'intérêt afin de s'exprimer par un vote sur le plan de restructuration du passif proposé par les organes de la procédure.

REMARQUE

→ La constitution des classes de parties affectées est obligatoire pour les entreprises dépassant certains seuils (C. com., art. L. 626-29). Aux termes de l'article R. 626-52 du Code de commerce les seuils sont les suivants : 250 salariés et 20 M € de CA ou 40 M € de CA net.

En cas de désaccord, le tribunal pourra imposer l'adoption du plan si cela s'avère nécessaire au maintien de l'activité.

Le tribunal peut en effet passer outre le refus d'une ou plusieurs classes de parties affectées à voter le plan par un mécanisme d'application forcée interclasse (inspirée du *cross class cram down* américain).

Le plan est adopté s'il est voté par une majorité de classes de créanciers autorisés à voter à condition qu'au moins l'une des classes soit « dans la monnaie » c'est-à-dire puisse espérer percevoir des sommes en cas de liquidation judiciaire (ou bien soit une classe de créanciers titulaires de sûretés réelles qui ait un rang supérieur à celui de la classe des créanciers chirographaires : C. com., art. L. 626-32, I, 2°).

Les créanciers sont ainsi associés au redressement de l'entreprise du fait de leur intérêt au maintien de la valeur de l'entreprise (C. Saint-Alary-Houin, M.-H. Monsérié-Bon et C. Houin-Bressand, *Droit des entreprises en difficulté* : LGDJ, 14^e éd., § 904).

On trouve une perspective analogue dans les plans qui accompagnent la procédure de sauvegarde accélérée (C. com., art. L. 628-1). Dans ces plans d'apurement du passif, la hiérarchie entre les créanciers et les actionnaires se traduit par des priorités dans les remboursements : d'abord les privilégiés ensuite les chirographaires et en dernier lieu les actionnaires.

Pour savoir si les classes de créanciers sont ou non dans la monnaie il est nécessaire de disposer d'une valorisation de l'entreprise à la fois en continuité et en liquidation.

2. Quelles sont les règles relatives à la valeur qui s'imposent pour l'adoption des plans ?

Afin de protéger les créanciers dans le cadre des plans, l'ordonnance de 2021 requiert de s'assurer que le plan proposé constitue une meilleure option que la liquidation et que chaque classe n'est pas moins bien traitée qu'une classe de rang inférieur. Elle a défini à cet effet les deux règles suivantes :

- la règle du meilleur intérêt des créanciers qui consiste à vérifier qu'aucune des « parties affectées [ayant voté contre le projet de plan] ne se trouve dans une situation moins favorable, du fait du plan, que celle qu'elle connaîtrait s'il était fait application soit de l'ordre de priorité pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article L. 642-1, soit d'une meilleure solution alternative si le plan n'était pas validé » (C. com., art. L. 626-31, 4°).

Cette condition vise à s'assurer du caractère équitable du plan. Elle « repose sur une évaluation de l'entreprise sans laquelle il ne serait pas possible de dire ce que seraient les perspectives de paiement des créanciers dans un cadre liquidatif » (F.-X. Lucas, *Manuel du droit de la faillite*, 4^e éd., 2022, p. 365) ;

- la deuxième règle n'a vocation à s'appliquer qu'en cas d'application forcée interclasse.

Il s'agit de la règle de priorité absolue qui consiste à vérifier que les créanciers d'une classe donnée sont entièrement désintéressés avant qu'une classe de rang inférieur puisse avoir droit à un paiement (C. com., art. L. 626-32, I, 3°).

Cette règle connaît des exceptions et des dérogations notamment en faveur des fournisseurs.

Le cas des détenteurs de capital. - Les détenteurs de capital constituent un cas particulier car ils ne sont pas nécessairement, comme les créanciers, regroupés en classes.

S'ils constituent une ou plusieurs classes, il faudra pour leur imposer un plan qu'ils ne soient pas dans la monnaie, c'est-à-dire qu'ils n'aient droit à aucun paiement si l'ordre de priorité des créanciers était appliqué, ce qui implique là aussi de connaître la valeur des actifs de la société dans une hypothèse de continuité.

Pour respecter ces différentes conditions, il faut que les parties prenantes aient une vision claire de la valeur de l'entreprise dans les différents scénarios possibles de restructuration.

Cette évaluation a des règles propres liées au contexte de restructuration.

3. Les conséquences particulières en matière d'évaluation d'entreprise

L'objectif est de définir dans les différentes hypothèses, principalement la continuité de l'entreprise et sa liquidation sous différentes formes (réalisation des actifs ou cession), les produits qui sont susceptibles de revenir aux différentes parties prenantes qui vont se prononcer en fonction des effets du plan non seulement sur leurs intérêts propres mais aussi en prenant en compte les avantages revenant aux autres parties.

Pour cela il est nécessaire de définir à la fois les valeurs d'entreprise en continuité et en liquidation.

• La valeur en continuité d'exploitation

La notion de continuité est une notion comptable qui consiste à évaluer les actifs et passifs de l'entreprise en partant de l'hypothèse qu'elle poursuit normalement ses activités.

Il s'agit de déterminer la valeur de l'actif économique de l'entreprise dans l'hypothèse de continuité d'exploitation.

Elle s'obtient par les méthodes classiques d'évaluation d'entreprise : actif net réévalué, actualisation des flux de trésorerie ou comparables (boursiers et transactions).

À partir de cette valeur d'entreprise on définit une notion propre au contexte de restructuration, la valeur disponible pour l'apurement du passif, c'est-à-dire la valeur qui est susceptible de revenir aux créanciers.

Elle s'obtient en déduisant de la valeur d'entreprise en continuité la partie de la dette financière nette, qui doit être payée en tout état de cause. En effet, seul le solde pourra être utilisé pour désintéresser les créanciers du passif gelé.

Cette dette nette comprend les provisions pour risques et charges, les éventuels éléments de passif non inclus dans le passif gelé à apurer ou dans les flux retenus pour l'évaluation, par exemple les dettes fournisseurs dépassant les délais normaux qui ne sont pas prises en compte dans le calcul du besoin de fonds de roulement.

On ajoute *in fine* les actifs hors exploitation et la trésorerie pour déterminer cette valeur disponible pour apurement.

Le cas particulier des filiales. - Lorsque l'entreprise comprend des filiales, ce sont les valeurs positives des titres de ses filiales, et non pas leur valeur d'entreprise, qui entrent dans la composition de la valeur d'entreprise de la société mère, ce qui suppose qu'elles soient en mesure de faire face à leur passif propre. Dans le cas inverse, soit leur passif est pris en charge par la mère soit elles doivent faire l'objet d'une restructuration. En cas de liquidation leur valeur est prise pour zéro dans l'appréciation de la valeur d'entreprise de la société mère.

Il peut apparaître que le passif puisse être arithmétiquement apuré c'est-à-dire qu'il soit inférieur à la valeur des actifs, mais pas en tenant compte de l'échéancier des dettes d'où la nécessité d'étaler les remboursements. Cela peut se traduire pour les créanciers par des valeurs actualisées de leurs créances inférieures à ce qu'ils obtiendraient dans une perspective liquidative. Cet inconvénient peut être réduit par la mise en place de taux d'intérêt suffisamment élevés.

Concernant les actionnaires, même s'ils ne sont pas dans la monnaie, l'évaluation se faisant *ex ante* ils peuvent, s'ils n'ont pas été

totalement dilués dans la restructuration, retrouver de la valeur *ex post* si le plan se déroule favorablement.

• La valeur liquidative

La valeur en liquidation est plus une recherche de prix dans des conditions concrètes de marché qu'un exercice de détermination d'une valeur théorique.

Il existe généralement plusieurs scénarios liquidatifs qui doivent être appréhendés séparément par l'évaluateur :

- en cas de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur (avec maintien de tout ou partie de l'activité de la société), les valeurs seront généralement déterminées à partir de l'évaluation en continuité en tenant compte du contexte liquidatif c'est-à-dire d'un contexte où l'acheteur disposera généralement d'un pouvoir de négociation supérieur. Par conséquent des décotes devront être retenues par rapport aux valeurs en continuité ;
- en cas de réalisation séparée des actifs (sans maintien de l'activité), l'évaluateur se trouvera également dans un contexte de recherche de prix pour les différents éléments à céder qui devront reposer sur des recherches spécifiques. À titre d'exemple, pour des immeubles on recherchera des valeurs de marché individualisées et dans le textile pour des stocks qui seront cédés à des soldeurs ou par l'intermédiaire de commissaires-priseurs spécialisés, leurs estimations constitueront des sources d'informations adéquates.

Compte tenu des valeurs obtenues tant en continuité qu'en liquidation il faut ensuite analyser les produits qui reviennent aux différentes classes dans chacune des hypothèses retenues afin de les comparer et de permettre aux créanciers de se prononcer lors du vote des classes ainsi que pour permettre au juge d'apprécier si « *les intérêts de toutes les parties affectées sont suffisamment protégés* » (C. com., art. L. 626-31) par le plan.

Le cas particulier des actionnaires. - Les actionnaires ne seront indemnisés que si la vente des actifs permet de désintéresser les créanciers et de laisser un excédent.

Dans le cas des sociétés cotées, il est généralement demandé à un expert indépendant de se prononcer sur l'intérêt du plan spécifiquement pour les actionnaires.

Il convient alors de comparer selon la règle du meilleur intérêt :

- le patrimoine de l'actionnaire actuel en l'absence de mise en œuvre du plan de restructuration du passif ;
- avec le patrimoine de l'actionnaire après mise en œuvre du plan en considérant deux hypothèses : à la fois dans le cas de l'adoption du plan par un vote favorable et dans le cas d'une application forcée interclasse lorsque le plan prévoit des dispositions distinctes entre les deux hypothèses.

Conclusion

Dans une procédure collective, à côté des objectifs de préservation de l'emploi, la préservation de la valeur économique pour les différentes parties prenantes constitue une préoccupation majeure.

Les problématiques de valorisation sont au cœur du processus de décision tant pour la construction que pour l'adoption des plans de sauvegarde en présence de classes de parties affectées.

Les créanciers regroupés en classes de parties affectées vont s'exprimer sur le plan proposé, entre les deux hypothèses de continuité et de liquidation en fonction de leurs intérêts économiques spécifiques.

Ils prennent en considération les valorisations respectives effectuées dans ces deux hypothèses à travers des expertises spécifiques. À partir de ces valorisations, les plans qui leur sont proposés tiennent compte de l'impact de l'application des règles de meilleur intérêt des créanciers et de priorité absolue.

Les créanciers intègrent dans leurs décisions le risque de l'application d'un forçage du plan à travers le mécanisme du *cross class cram down*.

C'est ainsi que le meilleur choix pourra être effectué entre les différents scénarios.



Découvrez les avancées en IA juridique
avant tout le monde

DEVENIR MEMBRE DU PROGRAMME LEXIS+ AI INSIDER ►



<https://www.lexisnexis.fr/intelligence-artificielle/insider-ai>