

Reinhard DAMMANN

Avocat au barreau de Paris
Associé, Clifford Chance
Professeur affilié à Sciences Po

Anaïs ALLE

Stagiaire, Clifford Chance

La fin annoncée de la protection de l'actionnaire en sauvegarde 120d2

Comme le démontrent nombre de dossiers emblématiques de la Place, et en dernier lieu le cas Bourbon, la restructuration de l'endettement d'un débiteur, dans le cadre d'un *debt-to-equity swap*, peut se heurter au veto injustifié de ses actionnaires qui, d'un point de vue économique, ont perdu leur mise. La directive n° 2019/1023/UE dite *Restructuration et Insolvabilité*, adoptée le 20 juin 2019, changera-t-elle la donne ?

À l'heure actuelle, le droit français envisage très facilement le sacrifice des droits des créanciers, même garantis, sur l'autel du sauvetage de l'entreprise et des emplois, mais se montre frileux quand il s'agit de vaincre la résistance des actionnaires, qui ont tout perdu, et de leur imposer une conversion de créances en capital ou une cession forcée de leurs titres.

La loi *Macron* du 6 août 2015 a tenté de mettre fin à ce paradoxe. Toutefois, le législateur s'est arrêté à mi-chemin en prenant des précautions extrêmes pour ne déroger que timidement au principe de protection du sacro-saint droit de propriété des actionnaires.

Ainsi, une cession forcée des actions n'est concevable qu'en cas de redressement judiciaire, pour les grandes entreprises, en dernier ressort et dans des conditions particulièrement strictes, de sorte que cette réforme est restée lettre morte.

La directive, d'inspiration libérale, impose aux États membres, en son article 12, de veiller à ce que les détenteurs de capital ne puissent bloquer déraisonnablement l'adoption du plan de restructuration.

La transposition de cette directive, prévue dans le cadre de la loi *PACTE*, annonce donc bien un changement de paradigme avec le rétablissement de la priorité des droits des créanciers sur ceux des actionnaires.

Dans sa décision n° 2014-715 DC du 5 août 2015, le Conseil constitutionnel semble avoir anticipé cette évolution en validant « l'expropriation » des actionnaires pour la poursuite d'intérêts légitimes, et notamment, la préservation des droits des créanciers.

Par conséquent, le législateur doit s'interroger sur les mécanismes concrets de transposition de ce principe.

Les actionnaires pourraient être « relégués » dans une classe de créanciers qui, dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, se prononcerait sur le plan mais pourrait être mise en minorité à travers un *cross-class cram-down*.

Encore faudrait-il assurer une protection adéquate des intérêts légitimes des actionnaires. À cet égard, la directive prévoit, comme principe, que le débiteur devrait donner son consentement au *cross-class cram-down*, tout en autorisant les États membres à écarter cette règle pour les grandes entreprises.

Se pose dès lors la question de savoir si le législateur optera pour cette solution libérale afin de faciliter un *debt-to-equity swap* dans le cadre des restructurations les plus importantes.

En tout état de cause, on assistera à l'accroissement de la responsabilité pesant sur les épaules des dirigeants qui doivent prendre les mesures utiles pour éviter le naufrage de l'entreprise.

Même s'il paraît difficile d'envisager une responsabilité directe de l'actionnaire qui empêcherait le sauvetage de son entreprise en refusant de « rendre les clés » à ses créanciers, il se trouvera confronté à l'obligation de devoir révoquer ses dirigeants et trouver des remplaçants susceptibles d'accepter ce risque accru.

Ainsi, les jours du culte du droit de propriété des actionnaires sont comptés.