

12 La nouvelle procédure de sauvegarde accélérée : la règle de la priorité absolue



Reinhard DAMMANN,
avocat au barreau de Paris,
professeur affilié à Sciences Po



Mélanie GERRER,
Dammann Avocat



Arij HAMOUDA,
Dammann Avocat

Depuis la transposition de la directive (UE) 2019/1023 en droit français, il est possible d'imposer un plan aux créanciers minoritaires dissidents par voie de *cross-class cram-down*. Dans ce contexte, les parties affectées peuvent compter sur la protection individuelle du test du meilleur intérêt des créanciers. Elles bénéficient également d'un autre mécanisme de protection : la règle de la priorité absolue, avec ses dérogations, qui assure la défense des intérêts collectifs des classes de créanciers dissidents.

Introduction

1 - La transposition de la directive (UE) 2019/1023¹ « *restructuration et insolvabilité* » (ci-après la directive) par l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 et son décret d'application n° 2021-1218 du 23 septembre 2021 a permis l'introduction en droit français de la notion de « *classes de parties affectées* » qui se prononcent à la majorité qualifiée sur un plan de sauvegarde².

2 - En cas d'opposition d'une ou plusieurs classes de parties affectées, le législateur a prévu la possibilité d'adopter un plan de restructuration par le mécanisme de l'application forcée interclasse (*cross-class cram-down*).

3 - Pour assurer une protection efficace des parties affectées dissidentes minoritaires auxquelles le plan peut être imposé, le législateur impose le respect de deux principes : le test du meilleur intérêt des créanciers (*best-interest-of-creditors test*), qui a fait l'objet d'une étude séparée parue au numéro de juillet 2022 de cette revue³, et la règle de la priorité absolue (*absolute priority rule*).

4 - Ces deux principes s'appliquent non seulement dans le cadre d'une procédure de sauvegarde accélérée (PSA) mais également dans le cadre d'une procédure de sauvegarde de droit commun et d'un plan de continuation dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire si les seuils des articles L. 626-29 et R. 626-52 du Code de commerce sont atteints.

5 - Ainsi, si le plan est accepté par une majorité de classes, voire par une seule classe *in-the-money*⁴, l'allocation de la plus-value créée par le plan entre les différentes classes de parties affectées

doit se faire en fonction du classement de rang de leurs créances. C'est la règle de la priorité absolue (*absolute priority rule*) qui reflète une vision financière de la restructuration, permettant de s'assurer que les classes seniors soient désintéressées avant les classes juniors, et *a fortiori* avant les détenteurs de capital.

1. La genèse de la règle de la priorité absolue

6 - Deux systèmes sont concevables : la règle de la priorité relative⁵ selon laquelle toute classe de partie affectée dissidente doit être traitée de manière au moins aussi favorable que toute autre classe de même rang et d'une manière plus favorable que toute classe de rang inférieur. Cette règle est la solution de base retenue par la directive car elle était réputée souple pour favoriser l'adoption des plans. Toutefois, elle a l'inconvénient d'imposer, sans dérogation possible, un traitement égalitaire des classes de même rang.

7 - L'article 11.2 de la directive prévoit que les États membres peuvent opter pour la règle de la priorité absolue qui d'ailleurs a été choisie par la Commission dans son projet en 2016⁶. Tirant les leçons de l'application trop stricte de ce principe par le *Chapter 11* américain⁷ et l'*InsO*, la loi allemande sur l'insolvabilité⁸, la directive prévoit à l'article 11.2, alinéa 2 des dérogations qui sont nécessaires pour atteindre les objectifs du plan de restructuration à condition qu'il ne porte pas une atteinte excessive aux droits ou intérêts de parties affectées⁹. Ainsi, le tribunal peut arrêter un plan qui est « *fair and equitable* » comme c'est le cas pour le *scheme of arrangement* de droit anglais qui n'a pas retenu l'*absolute priority rule*. C'est donc à raison que la France, comme d'ailleurs l'Allemagne¹⁰, a transposé la règle de la priorité absolue avec ses dérogations.

Ndlr : Le test du meilleur intérêt des créanciers est explicité dans l'article traitant de ce sujet, paru au numéro de juillet 2022.

1. PE et Cons. UE, dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019 : JOUE n° L 172, 26 juin 2019, p. 18.
2. Avant la réforme, le plan devait nécessairement être approuvé par les deux (en cas de sauvegarde financière accélérée) voire trois (en cas de sauvegarde accélérée) comités, ce qui donnait la possibilité notamment aux obligataires, souvent subordonnés, dans les opérations financières de disposer d'un droit de veto, injustifié d'un point de vue économique, V. R. Dammann, *L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité*, Mélanges Claude Witz : LexisNexis, 2018, p. 225.
3. R. Dammann, M. Gerrer, *La nouvelle procédure de sauvegarde accélérée : le test du meilleur intérêt des créanciers* : RD bancaire et fin. 2022, étude 7.
4. En droit allemand, il faut une majorité de classes, dont une *in-the-money*. S'il y a deux classes, il faut une seule classe *in-the-money* qui vote en faveur du plan : § 26, al. 1^{er}, n° 3, StaRUG (loi allemande sur la stabilisation et la restructuration des entreprises), V. Morgen (Hrsg.) StaRUG, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), § 26, n° 67.

5. Dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019, art. 11.1, c).
6. Comm. UE, prop. sur les cadres préventifs en matière de restructuration, la deuxième chance et des mesures visant à accroître l'efficacité des procédures de restructuration, d'insolvabilité et de décharge et modifiant la directive 2012/30/UE : Doc. COM (2016) 723 final, 26 juin 2019.
7. Chapter 11 of the United States Bankruptcy Code.
8. Sur l'histoire, V. Morgen (Hrsg.), StaRUG, RWS, 2^e éd. 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 11, n° 7. – V. également, R. Dammann, Ch. Paulus (Veder), *European Preventive Restructuring*, C.H. Beck, 2021, art. 11, n° 31.
9. Dir. (UE) 2019/1023, art. 11.2, al. 2. – V. R. Bork, *Neue Grundfragen des Restrukturierungsrechts*, ZfR 2021, 345.
10. La règle de la priorité absolue a été transposée en droit allemand au paragraphe 27 (2) de la StaRUG.

2. L'application de la règle de la priorité absolue en droit français

8 - L'article L. 626-32, I, 3° du Code de commerce prévoit que « Les créances des créanciers affectés d'une classe qui a voté contre le plan sont intégralement désintéressées par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intérêt dans le cadre du plan ». C'est le fameux *waterfall* bien connu dans le domaine des financements structurés¹¹. La possibilité d'une dérogation a été transposée à l'article L. 626-32, II du Code de commerce qui dispose que « sur demande du débiteur ou de l'administrateur judiciaire avec l'accord du débiteur, le tribunal peut décider de déroger au 3° du I, lorsque ces dérogations sont nécessaires afin d'atteindre les objectifs du plan et si le plan ne porte pas une atteinte excessive aux droits ou intérêts de parties affectées ». Ensuite, le texte fournit des exemples, puisque « les créances des fournisseurs de biens ou de services du débiteur, les détenteurs de capital et les créances nées de la responsabilité délictuelle du débiteur, notamment, peuvent bénéficier d'un traitement particulier ». Enfin, le législateur français a prévu des protections spécifiques en faveur des détenteurs de capital contre un *cross-class cram-down* si ces derniers sont encore *in-the-money*, même partiellement (C. com., art. L. 626-32, I, 5°)¹².

A. - La notion de « désintéressement intégral par moyens identiques ou équivalents »

9 - Comment faut-il interpréter le terme « désintéressement intégral par moyens identiques ou équivalents » au sens l'article L. 626-32, I, 3° du Code de commerce ?

10 - À cet égard, le considérant 55 de la directive donne un éclairage intéressant¹³. Il précise que les États membres disposent d'une marge d'appréciation en ce qui concerne l'application de la notion de désintéressement intégral, y compris pour ce qui est du calendrier du remboursement, pour autant que le montant en principal de la créance et, dans le cas de créances garanties, la valeur de la sûreté, soient protégés. Les États membres devraient également être en mesure de choisir les moyens équivalents qui permettraient d'acquitter intégralement la créance initiale.

11 - Ainsi, l'article L. 626-32, I, 3° du Code de commerce semble viser non seulement le remboursement intégral immédiat de la créance, mais également la certitude pour le créancier d'être désintéressé à terme pour la totalité de sa créance antérieure¹⁴. Ce désintéressement comprend assurément le principal comme le suggère le considérant 55 de la directive, mais devrait aussi prendre en compte les intérêts au taux contractuellement prévu, y compris le taux de défaut applicable lorsque la convention de crédit n'est pas remboursée à bonne date. *Quid* des facteurs de risque et du coût de portage d'un crédit restructuré qu'une banque doit prendre en considération dans le cadre de l'appréciation de son portefeuille de *non-performing loan* ? Dans une analyse financière, ces coûts doivent être pris en considération¹⁵.

12 - Du moment où la certitude du remboursement intégral du créancier le plus senior est assurée, il est envisageable de prévoir

des paiements au bénéfice des créanciers plus juniors dès le début de l'exécution du plan. Ainsi, un créancier junior, par exemple un créancier *mezzaneur*, ou encore un créancier *chirographaire* peut commencer à être remboursé, alors même que le créancier senior n'a pas encore été désintéressé en totalité. Il est également possible qu'un créancier senior soit désintéressé à travers une émission de valeurs mobilières, par exemple dans le cadre d'un *debt-to-equity swap*.

13 - L'article L. 626-32, I, 4° du Code de commerce prévoit qu'aucune classe de parties affectées ne peut, dans le cadre du plan, recevoir ou conserver plus que le montant total de ses créances ou intérêts. Il faut se placer au jour de l'homologation du plan et les paiements qui seront reçus au titre des *cashflows* futurs devront faire l'objet d'une actualisation et prendre en considération les risques¹⁶. Cette disposition est particulièrement importante dans le cadre d'une stratégie de *loan-to-own* où un fonds d'investissement rachète une créance avec une forte décote. Il ne faut pas prendre en compte le prix d'acquisition de la créance mais sa valeur nominale¹⁷. Si le débiteur reçoit des titres émis dans le cadre d'un *debt-to-equity swap*, il faut apprécier la valeur des titres reçus au jour de la conversion et prendre en considération le *base-case scenario*¹⁸. Il est donc possible qu'un créancier, à travers une conversion, réalise *in fine* une plus-value.

14 - Les *restructuring* ou *refinancing fees* peuvent être pris en considération s'ils correspondent à une pratique de marché¹⁹. De la même manière, si le prêt est prorogé, l'augmentation des risques est reflétée dans l'augmentation du taux d'intérêt²⁰.

B. - La notion de rang inférieur

15 - Que faut-il entendre par « rang inférieur » ? L'article L. 626-32, I, 3° du Code de commerce vise assurément les rangs des créances tels que prévus à l'article L. 643-8 du Code de commerce. Aussi, les parties affectées bénéficiant d'un droit de rétention ou d'une propriété-sûreté, qui sont hors classement, doivent nécessairement être intégralement remboursées à hauteur de la valeur de l'actif affecté à titre de garantie. Une partie de la doctrine allemande considère d'ailleurs que le créancier bénéficiant d'une sûreté réelle est hors rang, puisqu'il bénéficie d'un droit exclusif sur la valeur de l'actif (*Absonderungsrecht*)²¹.

16 - Contrairement au droit allemand qui a supprimé, il y a une vingtaine d'années, tous les privilèges, y compris le privilège en faveur des salariés et du trésor public, le droit français a emprunté le chemin inverse. Cette inflation des privilèges risque de conduire à une multiplication du nombre de classes de parties affectées²². Dans la mesure où le plan doit respecter l'ordre de remboursement des différentes classes de parties affectées en fonction du classement de l'article L. 643-8 du Code de commerce, la multiplication des classes entraînera vraisemblablement une augmentation du nombre de plans adoptés par *cross-class cram-down*. Cela étant, il est possible de regrouper dans une même classe les créances

11. V. L. C. Henry, *Les classes de parties affectées*, Rev. sociétés, 2022, p. 406.

12. Cette disposition n'est pas conçue comme une exception à l'absolute priority rule mais comme une règle rendant impossible le consentement forcé inter-classe d'une classe de détenteurs de capital.

13. V. R. Dammann, Ch. Paulus (Veder), préc., art. 11, n° 42.

14. V. F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de sauvegarde adoptés par les classes de parties affectées*, BJE, janv. 2022, n° BJE200k9, p. 45, n° 13.

15. V. Brünkman/Thole (Hrsg.), *Handbuch Insolvenzplan*, RWS Verlag, 2017 (Thole), § 17, n° 18. – Contra. LG Traunstein, 27 août 1999, NZI, 1999, 461 : Dans cette affaire, la question se posait de savoir dans quelle mesure un plan pouvait imposer à des créanciers munis de sûretés réelles un rééchelonnement de concours. Le tribunal de Traunstein a jugé qu'un plan de rééchelonnement n'affecte pas négativement leur situation même si le plan ne prévoit pas d'augmentation du taux d'intérêt.

16. V. Flöther (Knapp), préc., § 27, n° 5. – V. aussi, MüKo-InsO (Drukarczyk/Schüler), C.H. Beck, 4^e éd., 2020, § 245, n° 55 et s.

17. V. R. Dammann, T. Bos, *Le nouveau droit de la restructuration financière : les classes de parties affectées* : D. 2021, p. 1938. – V. aussi, Skauradzun, Friedgen (Spahlinger), StaRUG, C.H. Beck, 2022, § 27, n° 12.

18. V. Morgen (Hrsg.) StaRUG, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 27, n° 28.

19. V. Flöther (Knapp), préc., § 27, n° 7. – V. Morgen (Hrsg.) StaRUG, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 27, n° 30.

20. V. Morgen (Hrsg.) StaRUG, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 27, n° 29.

21. V. Skauradzun, Friedgen (Spahlinger), StaRUG, C.H. Beck, 2022, préc., § 27, n° 19. C'est un droit aliud par rapport à une créance d'insolvabilité. Cela étant, pour une partie de la doctrine (V. Morgen (Hrsg.) StaRUG, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 27, n° 34) la directive semble raisonner en termes de rang pour classer les créanciers munis de sûretés réelles par rapport aux autres créanciers, ce qui correspond à la conception française.

22. V. R. Dammann et A. Alle, *A la recherche d'une cohérence entre sûretés réelles et droit des procédures collective*, Mél. Michel Grimaldi : Defrénois, 2020, p. 9.

assorties de privilèges différents à condition toutefois de prévoir un traitement égalitaire en application de l'article L. 626-31, 2° du Code de commerce. Par exemple, il est concevable de regrouper l'ensemble des créanciers publics dans une même classe dans la mesure où ils sont unis par une même communauté d'intérêt économique.

17 - Comment faut-il traiter les créances garanties par des sûretés spéciales dans la mesure où le droit de préférence ou d'exclusivité ne porte que sur la valeur des actifs affectés en garantie ? Est-ce possible d'établir un classement hiérarchique entre une classe de créanciers hypothécaires et une classe de créanciers gagistes ou nantis, alors que le droit de préférence ne s'exerce pas sur la même assiette²³ ? A l'évidence, la comparaison directe entre des créanciers titulaires de sûretés sur des assiettes différentes n'a aucun sens²⁴. La solution consiste à procéder en deux temps. D'abord, il convient d'évaluer les actifs, objets de la garantie, pour établir la partie de la créance qui doit être traitée comme une créance chirographaire²⁵. *Quid* des créanciers, titulaires de sûretés réelles portant sur la même assiette, mais avec des rangs différents ? Par exemple, faut-il réunir les créanciers hypothécaires de premier rang portant sur des immeubles différents dans une même classe ? La réponse semble plutôt positive. En effet, la notion de communauté d'intérêt suffisante permet de subdiviser les classes de créanciers de même rang, qui se trouvent objectivement dans une situation différente²⁶. Ensuite, dans un second temps, il faut, selon l'expression de Françoise Pérochon, « classer les classes » en fonction du pourcentage de satisfaction que leurs membres peuvent espérer en cas de liquidation judiciaire ou de plan de cession²⁷.

18 - *Quid* de la prise en considération des accords de subordination, fréquent dans les *intercreditor agreements*, qui ne créent pas de droit de préférence opposable *erga omnes* en vertu de l'effet relatif des contrats²⁸ ? Conformément à l'article L. 626-30, III, 2° du Code de commerce, le plan doit respecter les accords de subordination pour la constitution des classes de parties affectées. De même, les accords de subordination, expression d'une hiérarchie conventionnelle²⁹, doivent être pris en considération pour l'application de l'*absolute priority rule*. La situation est différente en droit allemand. La *StaRUG* se réfère à la subordination législative de créances (*nachrangig*). Une disposition comparable à l'article L. 626-30, III, 2° du Code de commerce fait défaut. Cependant, la doctrine allemande considère que le plan ne peut faire abstraction des accords de subordination d'origine contractuelle³⁰.

19 - Il est également possible qu'une classe de créanciers senior renonce à l'application de la règle de la priorité absolue en faveur d'une classe junior, sans qu'un créancier individuel dissident senior ne puisse s'y opposer. Cette interprétation a été consacrée par le tribunal de commerce de Lyon dans le jugement arrêtant le

plan de sauvegarde dans le cadre d'une PSA en faveur de la société BCM ENERGY³¹.

C. - Le maintien de l'intéressement des détenteurs de capital

20 - Un plan de restructuration peut-il être approuvé si une classe senior renonce à une quote-part de la plus-value au titre du plan afin de permettre à une classe de détenteur de capital de conserver un intéressement, alors même que le plan prévoit qu'une classe de partie affectée dissidente d'un rang intermédiaire, par exemple des créanciers mezzaneurs obligataires, consente des sacrifices ? Dans un tel scénario, les détenteurs de capital tirent profit de la restructuration – ils reçoivent un « gift » (cadeau) – puisque le plan est créateur de valeur à leur égard.

21 - En droit américain, cette question est très controversée puisqu'en application stricte de l'*absolute priority rule*, le plan doit d'abord assurer le désintéressement de la classe de parties affectées de rang intermédiaire. Ainsi, les détenteurs de capital ne peuvent conserver une participation (résiduelle) que s'ils injectent de l'argent frais dans le cadre du plan (*New Value Exception*)³². Il faut que les contributions soient : 1) indispensables à la restructuration ; 2) nouvelles ; 3) en numéraire ; et 4) que leur montant soit « *reasonably equivalent to the interest received or retained* ». La *Supreme Court* a précisé ce concept dans une décision du 3 mai 1999. Dans cette affaire, la Cour a considéré qu'un plan de restructuration qui ne concernait qu'un actif isolé ne pouvait être homologué contre le vote de la banque « *when that opportunity d'une continuation de l'entreprise is given exclusively to the old equity holder under a plan adopted without consideration of alternatives. We hold that old equity holders are disqualified from participation in such "new value" transactions* »³³. En l'absence d'une valorisation de marché, le tribunal a donc rejeté la confirmation du plan par *cross-class cram-down*.

22 - Le droit allemand suit un raisonnement comparable et interdit à l'actionnaire conformément au paragraphe 27 de la *StaRUG* de recevoir³⁴ une valeur économique au titre du plan qui n'est pas compensée par le débiteur sous forme d'un apport en nature ou en industrie ou par l'actionnaire sous la forme d'un apport en numéraire et de garantie personnelle de l'endettement du débiteur³⁵. Le point de départ est un raisonnement financier à travers une appréciation bilancielle. Il faut comparer la valeur *going concern* avant et après la restructuration³⁶. Ainsi, le débiteur reçoit une valeur économique si le plan prévoit des abandons de créances³⁷. *Quid* d'un simple rééchelonnement de dettes qui permet d'augmenter, à travers la mise en œuvre du business plan, la valeur de l'entreprise³⁸ ? Comme le démontre l'affaire Rallye, un rééchelonnement des créances affecte leur valeur, *a fortiori*, si l'augmentation des risques n'est pas reflétée dans le taux d'intérêts ou dans les *covenants* en termes de ratios financiers du prêt³⁹. Dès lors, le débiteur ne doit pas conserver sa participation, ni recevoir de dividendes au

23. V. sur cette problématique, F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de sauvegarde adoptés par les classes de parties affectées*, préc., p. 45, n° 13.

24. V. F. Pérochon et Ph. Roussel-Galle, *Classes de créanciers et sûretés réelles*, RD bancaire et fin. 2022, dossier 20, n° 25 et s., spéc. n° 28. - F. Pérochon, *Entreprises en difficulté* : LGDJ 2022, 111ème éd., n° 1525.

25. V. R. Dammann, T. Bos, *Le nouveau droit de la restructuration financière : les classes de parties affectées*, D. 2021, 1931, spéc. 1935 ; Pérochon, préc., n° 1524, 1541.

26. Sur cette question V. F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, préc., n° 1549.

27. V. F. Pérochon, *Entreprises en difficulté* : LGDJ 2022, préc., n° 1548, 1581.

28. Cette question est discutée en doctrine allemande qui considère, dans le silence des textes, pour des raisons pratiques et par nécessité, qu'il n'est pas possible de ne pas prendre en compte des accords inter-creditors, v. Flöther (Knapp) préc., § 27, n° 10 et s.).

29. V. F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, préc., n° 1547.

30. Pour une interprétation restrictive, V. Morgen (Hrsg.) *StaRUG*, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 27, n° 33. Pour Knapp (in Flöther, préc., § 27, n° 10 et s.), il faut tenir compte des accords de subordination entre les créanciers, voire même avec un effet *erga omnes*, en se référant à la possibilité de déroger au traitement égalitaire des classes de même du paragraphe 28 de la *StaRUG*.

31. T. com. Lyon, 13 avr. 2022, n° 2022R0052, arrêtant le plan de sauvegarde de la société BCM ENERGY : BJE sept. 2022, n° BJE200r8, dossier, p. 36.

32. V. MüKo-InsO (Drukarczyk/Schüler), C.H. Beck, 4^e éd., 2020, préc., § 245, n° 82.

33. V. MüKo-InsO (Drukarczyk/Schüler), C.H. Beck, 4^e éd., 2020, préc., § 245, n° 84. - R. Dammann, *L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité*, préc., Mél. Witz, p. 239.

34. Il n'est pas certain que le fait pour un détenteur de capital de conserver un intéressement est équivalent au fait de recevoir une valeur économique. Sur cette discussion, V. Skauradszun, Friedgen (Spahlinger), *StaRUG*, C.H. Beck, 2022, préc., § 27, n° 14a.

35. V. Bork, ZRI 2021, 345 (358). V. également, Flöther (Knapp) préc., § 27, n° 15.

36. V. Flöther (Knapp) préc., § 27, n° 15.

37. Pour certains auteurs il faut que les capitaux propres soient positifs, V. Braun (Herzig), *StaRUG*, 2021, C.H. Beck, § 27, n° 9.

38. Sur cette question, V. Flöther (Knapp) préc., § 27, n° 16.

39. Il semble logique de ne pas tenir compte des restructurations opérationnelles, V. Flöther (Knapp) préc., § 27, n° 15.

titre du plan. Enfin, selon une partie de la doctrine allemande, la participation des détenteurs de capital n'a pas de valeur si aucun tiers ne souhaite reprendre l'entreprise à la place du débiteur. Cela démontre que les détenteurs de capital ne se sont pas enrichis dans le cadre du plan⁴⁰.

23 - En droit français, la situation est différente car l'article L. 626-32, I, 3° du Code de commerce utilise les termes « [avoir le]droit à un paiement ou conserve [r]un intéressement ». Si une classe senior fait des sacrifices, notamment sous forme d'abandons de créances ou de prorogation du terme sans compensation adéquate, une classe de créanciers junior ne peut recevoir un paiement et une classe de détenteurs de capital ne peut conserver son intéressement. En revanche, le droit français prévoit plusieurs mécanismes de protection pour les détenteurs de capital à l'article L. 626-32, I, 5° du Code de commerce. Les détenteurs de capital des PME sont exclus d'un possible *cross-class cram-down* (C. com., art. R. 626-63)⁴¹. Dans ce cas, le *cross-class cram-down* ne peut avoir lieu que si la classe de détenteurs de capital n'est vraisemblablement plus dans la monnaie (*out-of-the-money*) sur la base d'une valorisation en *going concern* (C. com., art. L. 626-32, I, b)⁴². De plus, le plan ne peut prévoir une cession forcée des droits des détenteurs de capital même si leurs titres n'ont aucune valeur (C. com., art. L. 626-32, I, 5°, d). Enfin, les actionnaires ne perdent pas leurs droits de souscription préférentielle (C. com., art. L. 626-32, I, 5°, c). Comme l'explique François-Xavier Lucas, cette dernière règle de protection peut être contournée en substituant un apport en nature à l'apport en numéraire, seul visé par le texte⁴³. Ce mécanisme a toutefois l'inconvénient pour le créancier de devoir procéder à une évaluation de sa créance. Or compte tenu des difficultés financières du débiteur, il est fort à parier que la valeur de la créance apportée en nature est bien inférieure à son montant nominal. À titre de comparaison, le droit allemand ne connaît pas ces restrictions.

24 - L'exemple du plan de restructuration du groupe Rallye permet d'illustrer la problématique. Dans cette affaire, le plan de sauvegarde arrêté par le tribunal de commerce de Paris en faveur de Rallye le 28 février 2020 prévoit notamment un étalement de son endettement obligatoire sur une durée de 10 ans. En même temps, le plan prévoit que Rallye peut faire remonter une partie de sa trésorerie en faveur de sa *holding*, Foncière Euris, afin de financer le plan de sauvegarde de cette dernière. À son tour, Foncière Euris procède de la même manière en étalant le remboursement de son passif sur 10 ans tout en remontant une partie de sa trésorerie en faveur de sa *holding*, Finatis. Ce montage de plans de sauvegarde en cascade a permis à l'actionnaire contrôlant de conserver le contrôle du groupe à travers la *holding* de tête, Euris. Avec la réforme, en vertu de la règle de la priorité absolue, l'actionnaire ne pourrait recevoir ou conserver un intéressement dans le débiteur tant que les créanciers de rang supérieur ne sont pas intégralement désintéressés ou, du moins, assurés de l'être. Or, Rallye a proposé un rachat des obligations avec une très forte décote au début 2022, comme vu précédemment. Si l'ordonnance du 15 septembre 2021 était applicable, Rallye aurait dû d'abord apurer son endettement obligatoire avant de mettre à disposition une partie de sa trésore-

rie en faveur de son actionnaire conformément à la règle de la priorité absolue. Le plan de sauvegarde de Rallye du 28 février 2020 n'aurait pas pu être arrêté en dépit du vote défavorable de la classe des obligataires chirographaires. Reste la problématique de la protection de l'actionnaire, Foncière Euris, en cas de redressement judiciaire ouverte à l'égard de Rallye. Les créanciers de Rallye peuvent dans ce cas imposer un *cross-class cram-down* à condition que les titres de Rallye aient perdu leur valeur sur la base d'une valorisation en *going concern* au jour de l'arrêt du plan.

25 - Toutefois, il est possible pour le tribunal de déroger à la règle de l'article L. 626-32, I, 3° du Code de commerce dans les conditions décrites ci-après. Ces dispositions dérogatoires ne visent pas les dispositions de l'article L. 626-32, I, 5° du Code de commerce.

3. La dérogation à la règle de la priorité absolue

26 - L'article L. 626-32, II du Code de commerce prévoit la possibilité pour le tribunal, à la demande du débiteur ou de l'administrateur avec l'accord du débiteur, de déroger à la règle de la priorité absolue sous réserve du respect de deux conditions : (i) la dérogation doit être nécessaire afin d'atteindre les objectifs du plan et (ii) le plan ne doit pas porter une atteinte excessive aux droits ou intérêts des parties affectées. Cette marge de manœuvre prévue par le droit français est la bienvenue pour les praticiens et leur permettra de s'adapter aux circonstances de chaque dossier⁴⁴.

27 - Ainsi, à titre d'exemple, l'article L. 626-32, II du Code de commerce prévoit que les créances fournisseurs, les intérêts des détenteurs de capital⁴⁵ et les créances liées à la responsabilité délictuelle du débiteur peuvent bénéficier d'un traitement particulier du fait de cette dérogation⁴⁶. Les conditions de cette dérogation invitent le tribunal à procéder à une appréciation globale du plan à l'image du « *fairness test* » appliqué par les tribunaux britanniques. Il faut que l'actionnaire apporte une contribution significative, monétaire ou en nature, qui soit décisive pour le succès du plan.

28 - À titre comparatif, le paragraphe 28, alinéa 2, n° 1 de la *StaRUG* est relativement restrictif et vise deux exceptions. Premièrement, le débiteur peut conserver un intérêt si sa coopération ou celle de ses parties liées est indispensable à la réalisation du plan et si ces parties s'engagent, pour une durée de 5 ans ou inférieure à celle prévue par le plan, à continuer de coopérer. À défaut, elles doivent s'engager à transférer leurs titres, sauf si la cessation de leur coopération est indépendante de leur volonté. Le deuxième cas de figure du paragraphe 28, alinéa 2, n° 2 vise les atteintes non-substantielles (*geringfügig*) au droit des créanciers, ce qui exclut tout abandon de créances et rééchelonnement de dettes pour une durée supérieure à 18 mois.

29 - *Quid* de la problématique d'un traitement inégalitaire des classes de créanciers de même rang en cas de *cross-class cram-down* ?

40. V. Skauradzun, Fridgen (Spahlinger), *StaRUG*, C.H. Beck, 2022, préc., § 27, n° 14a. - V. aussi, Graf-Schlicker (Hrsg) (Kebekus/Handschumacher), *InsO*, RWS, 6. éd., 2021, § 245, n° 5. - Sur cette discussion, V. Morgen (Hrsg.) *StaRUG*, RWS, 2^e éd., 2022 (Kowalewski/Praß), préc., § 27, n° 36 et s.

41. Les seuils sont fixés à 250 salariés et un chiffre d'affaires net de 20 millions d'euros ou 40 millions d'euros de chiffre d'affaires net.

42. « On peut raisonnablement supposer, après détermination de la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité, que les détenteurs de capital de la ou des classes dissidentes n'auraient droit à aucun paiement ou à ne conserver aucun intéressement si l'ordre de priorité des créanciers pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article L. 642-1 était appliqué ».

43. V. F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de sauvegarde adoptés par les classes de parties affectées*, préc., p. 45, n° 14. V. également F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, préc., n° 1586.

44. V. F.-X. Lucas, *Les plans de sauvegarde et de sauvegarde adoptés par les classes de parties affectées*, préc., p. 45, n° 13. - V. également F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, préc., n° 1582. - L. C. Henry, *Les classes de parties affectées*, préc., p. 406, considère que le choix de la priorité absolue s'explique par les exceptions qui l'accompagnent.

45. L'article 1^{er}, II, 2°, b) de la proposition n° 170 de loi ratifiant, modifiant et complétant l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 portant modification du livre VI du Code de commerce et enregistré le 16 novembre 2021 à la présidence du Sénat prévoit de limiter cette exception aux PME, en visant les seuils prévus aux articles L. 626-29 et R. 626-52 du Code de commerce.

46. Rapp. au président de la République relatif à l'ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021 portant modification du livre VI du Code de commerce : JO 16 sept. 2021, texte n° 20.

4. La dérogation au principe d'égalité de traitement des classes de même rang

30 - Le principe du traitement égalitaire des parties affectées au sein d'une même classe, rendu obligatoire par la directive⁴⁷, a été transposé en droit français (C. com., art. L. 626-31, 2°) comme en droit allemand⁴⁸.

31 - Le droit allemand, au paragraphe 27, alinéa 1^{er}, n° 3 de la *StaRUG*, a prolongé ce principe d'égalité de traitement des classes de même rang en cas de *cross-class cram-down*, tout en prévoyant des dérogations possibles au paragraphe 28 de la *StaRUG*. Le législateur français est resté silencieux sur cette question, comme la directive qui prévoit un tel principe d'égalité dans le cas de la *relative priority rule* uniquement⁴⁹.

32 - Comment faut-il interpréter, dans le silence des textes, l'ordonnance du 15 septembre 2021 ?

33 - Une première approche consiste à raisonner par analogie. Le principe d'égalité s'applique à l'intérieur de chaque classe de parties affectées de même rang. Dans le prolongement de cette disposition, les classes de même rang pourraient recevoir un traitement égalitaire.

34 - Une autre approche consiste à raisonner *a fortiori*. Il est possible de traiter différemment les créanciers de classes de rang inférieur. Il doit donc être également possible de traiter différemment les créanciers de classes de rang similaire⁵⁰. Cette conclusion découle du caractère semi-collectif de la PSA. En effet, s'il est possible, pour des raisons objectives et vérifiables, d'exclure du cercle des parties affectées certains créanciers qui sont pourtant de rang identique, il devrait être également possible de les traiter différemment dans le cadre du plan⁵¹. Par exemple, les fournisseurs, créanciers chirographaires, peuvent être exclus du cercle des parties affectées, dans une PSA, même si la procédure affecte des créanciers chirographaires bancaires.

35 - Cette deuxième interprétation met l'accent sur la finalité de la directive et donc de la PSA : passer outre l'opposition des créanciers minoritaires à travers un mécanisme de *cross-class cram-down* afin de favoriser le sauvetage de l'entreprise voulu par une large majorité des parties affectées. Cet argument a plus de poids que le principe d'égalité des classes de même rang qui, en tout état de cause, ne trouve pas à s'appliquer lorsque toutes les classes consentent au plan.

36 - Par comparaison, le paragraphe 28 de la *StaRUG* a prévu expressément une dérogation au traitement égalitaire des classes de même rang⁵² dont la mise en œuvre se justifie eu égard aux circonstances de l'espèce (*Sachgerechtigkeit*). Le législateur allemand utilise le même critère pour la sélection des parties affectées au paragraphe 8 de la *StaRUG*⁵³. C'est ainsi que la doctrine allemande considère que le traitement inégalitaire des créanciers financiers et fournisseurs peut être parfaitement justifié, bien que les créanciers aient le même rang⁵⁴. Cette différenciation peut être nécessaire pour mettre en place le plan de restructuration.

37 - Toutefois, cette dérogation au traitement égalitaire des classes de même rang est exclue si la classe dissidente représente plus de la moitié des droits de vote de l'ensemble des créanciers ayant le même rang⁵⁵.

38 - Un exemple concret permet de comprendre le bien-fondé d'un tel système : le passif du débiteur est réparti entre des créances bancaires assorties de garanties réelles et des prêts chirographaires, en partie accordés dans le cadre d'un PGE, ainsi que des obligations remboursables en numéraire ou convertibles en actions nouvelles ou existantes (ORNANE). Dans une telle configuration, les créances bancaires chirographaires en partie garanties par la BPI, et les ORNANE peuvent être classées dans deux voire trois classes chirographaires séparées dans la mesure où elles représentent une communauté d'intérêts économiques suffisamment distincte⁵⁶. Un plan de restructuration peut alors prévoir un traitement différencié entre les trois classes de créanciers. En effet, bien que l'ensemble des créances soient de même rang, les prêts bancaires et les ORNANE n'ont pas le même profil de risque. Les prêts bancaires amortis annuellement sont rémunérés par un taux d'intérêt reflétant leurs risques, alors que les porteurs d'ORNANE spéculent sur l'évolution favorable du cours de l'action⁵⁷. Ainsi, le tribunal devrait accepter que l'ensemble des créances et obligations soient rééchelonnées sur la même durée avec comme différence de traitement le fait que les créances bancaires continuent à être amorties annuellement, conformément à la convention de crédit. Une telle différence de traitement par rapport aux ORNANE semble nécessaire afin d'atteindre les objectifs du plan de restructuration⁵⁸.

39 - Cet exemple démontre qu'une égalité de traitement des créanciers de même rang ne s'impose nullement. Le tribunal peut appliquer la dérogation à la règle de la priorité absolue prévue en matière de *cross-class cram-down* si un traitement différencié est « *fair and equitable* ». Le tribunal est donc un rouage essentiel pour la mise en œuvre des principes du *best-interest-of-creditors test* et de l'*absolute priority rule*.

5. La règle de la priorité absolue dans la pratique

40 - La complexité de l'application de l'*absolute priority rule* en matière de *cross-class cram-down* constitue une incitation forte pour le concepteur du plan de rechercher un vote majoritaire de l'ensemble des classes de parties affectées⁵⁹. Dans un tel scénario plus consensuel, la plus-value générée par le plan de sauvegarde peut être librement allouée entre les différentes classes de parties affectées. C'est la voie qui a été choisie dans les plans de restructuration de Pierre & Vacances⁶⁰ et Electro Holding⁶¹.

41 - En pratique, on assiste à une entente entre le management du débiteur et les créanciers seniors, dont le consentement est incontournable. Se pose la question dans un tel scénario de savoir si un actionnaire est « *out of the money* » sur la base d'une valorisation en *going concern*, tout particulièrement si la société est cotée. Dans ce cas de figure, le cours de bourse peut rester positif alors même que les obligations émises par la société s'échangent avec une forte décote ou qu'un *debt-to-equity swap* vient d'être annoncé par celle-ci. Dans quelles conditions, les actionnaires qui

47. Dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019, art. 10.2.

48. *StaRUG*, § 10, al. 1^{er}.

49. Dir. (UE) 2019/1023, 20 juin 2019, art. 11.1 c).

50. V. R. Dammann, T. Bos, *Le nouveau droit de la restructuration financière : les classes de parties affectées*, D. 2021, p. 1938, préc..

51. V. Flöther (Tasma), *StaRUG*, C.H. Beck, 2021, § 8, n° 16.

52. § 27 (3) de la *StaRUG* prévoit expressément l'égalité de traitement des classes de parties affectées de même rang.

53. V. Flöther (Knapp), préc., § 28, n° 4.

54. V. Flöther (Knapp), préc., § 28, n° 5.

55. *StaRUG*, § 28, al. 1^{er}, phrase n° 2.

56. Dans le dossier Pierre & Vacances, les créances de PGE formaient à elles seules une classe de partie affectée. V. le jugement du Tribunal de commerce de Paris arrêtant le plan en date du 29 juillet 2022 : T. com. Paris, 29 juil. 2022, n° 2022028115.

57. V. R. Dammann, Ch. Masselot, *Le principe par condicio creditorum dans le nouveau droit de la restructuration : une étude comparative franco-allemande*, Mém. Martin-Serf, Bruylant 2022, p. 345.

58. V. R. Dammann, M. Gerrer, *The transposition of the EU directive on early corporate restructuring and second chance into French law* : I & R Journal, 2022, 399.

59. V. F. Pérochon, *Entreprises en difficulté*, préc., n° 1581. - O. Debeine et E. Rosier, *La règle de priorité absolue, catalyseur des négociations*, Rev. proc. coll. 2022, étude 3.

60. V. le jugement du Tribunal de commerce de Paris arrêtant le plan en date du 29 juillet 2022 : T. com. Paris, 29 juil. 2022, n° 2022028115.

61. V. le jugement du Tribunal de commerce de Paris arrêtant le plan en date du 12 septembre 2022 : T. com. Paris, 12 sept. 2022, n° 2022024000.

ne sont plus dans la monnaie, peuvent-ils néanmoins conserver un intérêt post restructuration ? Enfin, peut se poser la problématique d'un traitement différencié des classes de créanciers (chirogra-

phaires ou obligataires) de même rang, qui se trouvent dans une situation différente d'un point de vue économique, en bénéficiant, par exemple, de la garantie de l'État dans un PGE.■

Essentiel à retenir

Avec la transposition de la règle de la priorité absolue, la France s'inscrit dans la lignée des droits anglo-saxons et allemands. Ce principe ne s'applique qu'aux parties affectées qui sont, dans le cadre d'une PSA, choisies par le concepteur du plan sur la base de critères objectifs et vérifiables. La règle de la priorité absolue est un principe structurant en matière de *cross-class cram-down*. La répartition de la plus-value du plan doit se faire en fonction des rangs prévus à l'article L. 643-8 du Code de commerce ainsi que des accords de subordination. Comme en droit allemand, il faut procéder à une analyse financière pour savoir si les créanciers d'une classe junior ou les détenteurs de capital peuvent recevoir un paiement ou conserver un intéressement. Cela étant, le législateur a su opter pour des dérogations assurant une certaine flexibilité pour l'application de la règle de la priorité absolue, y compris pour permettre un traitement inégalitaire des classes de même rang.

Mots-Clés : Procédure de sauvegarde accélérée - Parties affectées - Règle de la priorité absolue