**Le « *In the money* » en droit Belge de l’insolvabilité**

**Comment penser l’insolvabilité en référence à la valeur de l’entreprise ?** [[1]](#footnote-1)

Par Yves Brulard [[2]](#footnote-2)

Table des matières

[Objet de la contribution 3](#_Toc55407447)

[A) Le concept « *In the money* » 4](#_Toc55407448)

[B) Un besoin du marché d’un nouveau droit de l’insolvabilité 10](#_Toc55407449)

[C) Le « *In the money* » est pratiqué avec succès 11](#_Toc55407450)

[D) Des règles « *In the money* » sont déjà dans le livre XX 17](#_Toc55407451)

[I. La valeur *going-concern* des actifs ou du débiteur 21](#_Toc55407452)

[A) Intérêt de la question 21](#_Toc55407453)

[B) Évaluation des actifs corporels 23](#_Toc55407454)

[C) La valeur des actifs incorporels 26](#_Toc55407455)

[D) Propriété intellectuelle 26](#_Toc55407456)

[E) La valeur des actions des sociétés cotées 28](#_Toc55407457)

[F) La valeur des actions non cotées 37](#_Toc55407458)

[**1.** **Partie théorique** 37](#_Toc55407459)

[**2.** **Partie pratique** 47](#_Toc55407460)

[G) Conclusions provisoire 54](#_Toc55407461)

[II. Valeur de liquidation des actifs ou du débiteur 56](#_Toc55407462)

[A) Position de la question 56](#_Toc55407463)

[B) Différents types de valeur de liquidation 56](#_Toc55407464)

[C) Valeur de liquidation en droit actuel 59](#_Toc55407465)

[D) Test implicite de marché pour la valeur liquidative 60](#_Toc55407466)

[E) Dans la directive 60](#_Toc55407467)

[F) Test du *Best interest of creditors* en droit Américain 61](#_Toc55407468)

[G) Synthèse provisoire 62](#_Toc55407469)

[III. Valeur et financement – un nouvel paradigme 63](#_Toc55407470)

[A) La position de la question 63](#_Toc55407471)

[A) Solutions actuelles du droit belge 64](#_Toc55407472)

[B) Solutions de la directive 65](#_Toc55407473)

[C) Solutions issues du droit Américain 67](#_Toc55407474)

[D) Conclusions provisoires 70](#_Toc55407475)

[IV. Valeur et négociation de valeur en droit belge 71](#_Toc55407476)

[A) L’intérêt de la question 71](#_Toc55407477)

[B) Interprétation de l’article 490quater du CP 71](#_Toc55407478)

[C) La directive impose un modèle négocié 73](#_Toc55407479)

[D) Conclusion provisoire 74](#_Toc55407480)

[V. Valeur et paiement des créanciers ordinaires 75](#_Toc55407481)

[A) Position de la question 75](#_Toc55407482)

[B) Le traitement en classes 75](#_Toc55407483)

[C) La discrimination en droit belge 77](#_Toc55407484)

[D) Le caractère absolu ou non de la règle de priorité absolue en droit US 80](#_Toc55407485)

[E) Contestation de la proposition de paiement dans la directive 82](#_Toc55407486)

[F) Conclusion provisoire 84](#_Toc55407487)

[VI. La Valeur lors du paiement en actions 85](#_Toc55407488)

[A) Position de la question 85](#_Toc55407489)

[B) En droit Américain 85](#_Toc55407490)

[C) Est-ce que la conversion est un traitement différencié ? 88](#_Toc55407491)

[D) Traitement selon la directive 93](#_Toc55407492)

[E) Conclusion provisoire 94](#_Toc55407493)

[VII. Valeur et périmètre social (PLESSERS) 95](#_Toc55407494)

[A) Position de la question 95](#_Toc55407495)

[B) La jurisprudence de la CJUE 95](#_Toc55407496)

[C) La maximalisation du dividende 96](#_Toc55407497)

[VIII. Le juge de l’insolvabilité et la valeur 97](#_Toc55407498)

[A) L’ordre public économique 97](#_Toc55407499)

[B) Le contrôle des valeurs 99](#_Toc55407500)

[C) Le juge et la priorité absolue ou relative 102](#_Toc55407501)

[D) Correction du pouvoir du juge : l’indemnité 104](#_Toc55407502)

[E) Juge et « *Fair* & equitable » 105](#_Toc55407503)

[F) Juge et priorité relative 105](#_Toc55407504)

[G) Juge et suspension des poursuites 106](#_Toc55407505)

[H) Le juge et les financement 106](#_Toc55407506)

[IX. Valeur et administrateurs, médiateurs, avocats, experts et praticiens de l’insolvabilité – nouvelle pratique 107](#_Toc55407507)

[**A)** Les actionnaires et les dirigeants 107](#_Toc55407508)

[**B)** Les professionnels de l’insolvabilité 107](#_Toc55407509)

[**C)** Les avocats 109](#_Toc55407510)

[**D)** Les experts 109](#_Toc55407511)

[**E)** Nouvelles responsabilités 110](#_Toc55407512)

[Conclusions : Nouveaux axes du droit de l’insolvabilité- enjeux pour les *stakeholders* 112](#_Toc55407513)

[A) Nouveaux ou pas nouveaux ? 112](#_Toc55407514)

[B) Règles de priorité absolue ou priorité relative 113](#_Toc55407515)

[C) Les autres règles essentielles 114](#_Toc55407516)

[D) Propositions pour la loi de transposition 115](#_Toc55407517)

[E) Droit comparé 117](#_Toc55407518)

# Objet de la contribution

1. L’objectif de cette contribution est d’examiner le concept « In the money » qui semble s’imposer dans le droit de l’insolvabilité moderne – littéralement traduit- « dans la valeur » et qui a vrai dire est déjà repris dans le Code de Droit économique , en particulier aux articles I ; 22 14°, XX 58 XX72,XX 73 XX 79 XX 87 à travers notamment la notion de valeur going-concern, de valeur de liquidation, de non-discrimination, de traitement proportionnel,…mais aussi indirectement à l’article 490 quater du Code pénal ;

Ce concept est repris dans la directive européenne sur les restructuration d’entreprises[[3]](#footnote-3) que la loi Belge doit transposer.

Ce concept provient directement du droit Américain qu’il faut donc examiner [[4]](#footnote-4) en essayant à la fois de comprendre l’assemblage des règles qui aboutissent à limiter les droits des créanciers à la valeur réelle du débiteur. S’agissant de discuter de « la valeur », il nous a semblé important de donner des indications concrètes sur la manière de la réfléchir, de la définir, de la calculer, de la prouver et de la discuter notamment au départ du droit Américain.

L’introduction d’une procédure conforme à la directive permettrait surement- comme dans l’affaire CGG- d’obtenir la collaboration du juge américain dans le cadre du chapter 15, ce qui est essentiel pour faire de Bruxelles une place de « l’insolvabilité et donner à nos grandes entreprises une solution lorsqu’elles ont des actifs ou des activités aux Etats-Unis ou dans d’autres pays qui ont intégré la loi modèle Uncitral ( comme le Royaume-Uni par exemple après le Brexit).

Enfin, dans la mesure du possible cette contribution examinera en rapport avec chaque thème les projets de loi connus transposant la directive pour un premier exercice de réflexion comparée notamment en Allemagne, en Pologne, en Espagne, aux Pays-Bas et en France.

Le modèle américain repris par la directive a un grand mérite , celui de permettre de résoudre bien plus de situation d’insolvabilité par une procédure qui « contraint » à des accords sur une base économique et financière en ayant ainsi un taux de réussite et de création de richesse très impressionnant. Si le concept de « *valeur* » changera la pratique des juges et des professionnels, elle pourrait ne pas être rejetée par les créanciers et en premier lieu les créanciers bancaires et financier tellement elle apporte dans le même temps des améliorations aussi très sensible à leur position.

## Le concept « *In the money* »

1. La directive européenne impose[[5]](#footnote-5) d’intégrer certaines des différentes composantes de ce que l’on appelle le « *In the money »*, à savoir celui de la valeur de liquidation, de la valeur de l’entreprise, de la viabilité et la faisabilité, de la règle de priorité absolue et du traitement « *Fair* ». Leur non-intégration – si ces textes sont impératifs comme je le crois- pourrait valoir aux Etats une action en manquement ou un arrêt en question préjudicielle type arrêt PLESSERS qui provoquerait de nombreux dégâts pour les entreprises.

C’est l’article 2 de la directive qui reprend et définit le critère du meilleur intérêt des créanciers et, par voie de conséquence, la référence à la valeur de liquidation comme une vérification qu’aucun des créanciers qui n’a pas accepté le plan (créancier récalcitrant) ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan de restructuration que celle qu’il connaitrait si l’ordre normal des priorités en liquidation était appliqué. La vérification s’opère cependant par rapport à la meilleure solution alternative si le plan n’était pas validé. C’est le test du meilleur intérêt des créanciers.

C’est l’article 10 de la directive qui prévoit que la validation du plan n’interviennent e plan de restructuration a été adopté conformément à l'article 9; b) les créanciers partageant une communauté d'intérêt suffisante au sein de la même classe bénéficient de l'égalité de traitement, et sont traités de manière proportionnelle à leur créance; et que le cas échéant, tout nouveau financement est nécessaire pour mettre en œuvre le plan de restructuration et ne porte pas une atteinte excessive aux intérêts des créanciers. Cette idée est reprise à l’article 11. C’est la règle du traitement « *Fair* ».

C’est l’article 10 de la directive qui prévoit encore que : « Les États membres veillent à ce que les autorités judiciaires ou administratives puissent refuser de valider un plan de restructuration si ce dernier n'offrait pas une perspective raisonnable d'éviter l'insolvabilité du débiteur ou de garantir la viabilité de l'entreprise ». C’est le test de viabilité ou de faisabilité.

C’est l’article 11 de la directive qui a repris la règle de priorité absolue et, par conséquent, la référence à la valeur de l’entreprise en activité. La directive n’a cependant pas repris comme telle la règle de priorité absolue car pour assurer les compromis nécessaires entre tous les Etats la directive a – dans sa version finale[[6]](#footnote-6) et en évoluant par rapport à la version originaire - laissé aux Etats le soin de choisir entre la priorité absolue et la priorité relative[[7]](#footnote-7).

Les deux concepts repris en droit européen -priorité absolue et priorité relatives- sont décrits au 55ème et au 56ème considérant qui laissent effectivement une option aux Etats membres en indiquant, pour la règle de priorité absolue :

*55 Dans le cas de l'application forcée interclasse, les États membres devraient veiller à ce que les classes dissidentes de créanciers affectés ne soient pas excessivement lésées par le plan proposé et les États membres devraient prévoir une protection suffisante pour ces classes dissidentes. Les États membres devraient pouvoir protéger une classe dissidente de créanciers affectés en veillant à ce que celle-ci soit traitée d'une manière au moins aussi favorable qu'une autre classe de même rang et d'une manière plus favorable que toute classe de rang inférieur. Les États membres pourraient protéger une catégorie de créanciers affectés dissidents en veillant à ce qu'une telle classe dissidente soit intégralement désintéressée si une classe de rang inférieur bénéficie des répartitions ou conserve un intéressement dans le cadre du plan de restructuration (la règle de la priorité absolue). Les États membres devraient disposer 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 créanciers garantis, 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.*

La règle de priorité dite relative est décrite ensuite :

*56 Les États membres devraient pouvoir déroger à la règle de la priorité absolue, par exemple lorsqu'il est considéré équitable que les détenteurs de capital conservent certains intérêts dans le cadre du plan en dépit du fait qu'une classe de rang supérieur soit obligée d'accepter une réduction de ses créances, ou que des fournisseurs essentiels visés par la disposition relative à la suspension des poursuites individuelles soient payés avant des classes de créanciers de rang supérieur. Les États membres devraient pouvoir choisir lequel des mécanismes de protection susmentionnés ils mettent en place.*

Ce que traduit l’article 11 [[8]](#footnote-8) :

1. *Les États membres veillent à ce qu'un plan de restructuration qui n'est pas approuvé par les parties affectées conformément à l'article 9, paragraphe 6, dans chaque classe autorisée à voter puisse être validé par une autorité judiciaire ou administrative sur proposition d'un débiteur, ou avec l'accord du débiteur, et être imposé aux classes dissidentes autorisées à voter, lorsque ce plan de restructuration remplit au moins les conditions suivantes : a) …. b) il a été approuvé: i) par une majorité de classes de parties affectées autorisées à voter, à condition qu'au moins une de ces classes soit une classe de créanciers garantis ou ait un rang supérieur à celui de la classe des créanciers chirographaires; ou, à défaut, ii) par au moins une des classes de parties affectées autorisée à voter, ou si le droit national le prévoit, de parties lésées, autre qu'une classe de détenteurs de capital ou toute autre classe qui, après détermination de la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité, n'aurait droit à aucun paiement ou à ne conserver aucun intéressement, ou, si le droit national le prévoit, dont on peut raisonnablement supposer qu'elle n'aurait droit à aucun paiement ou à ne conserver aucun intéressement si le classement normal des priorités de liquidation était appliqué conformément au droit national; c) il veille à ce que les classes dissidentes de créanciers affectés autorisées à voter soient traitées d'une manière au moins aussi favorable que toute autre classe de même rang et d'une manière plus favorable que toute classe de rang inférieur; et d) aucune classe de parties affectées ne peut, dans le cadre du plan de restructuration, recevoir ou conserver plus que le montant total de ses créances ou intérêts.*

*Par dérogation au premier alinéa, les États membres peuvent limiter l'obligation d'obtenir l'accord du débiteur aux cas où les débiteurs sont des PME. Les États membres peuvent accroître le nombre minimal de classes de parties affectées ou, si le droit national le prévoit, de parties lésées, requis pour approuver le plan, tel qu'il est fixé au point b) ii) du premier alinéa.*

1. *Par dérogation au paragraphe 1, point c), les États membres peuvent prévoir que les créances des créanciers affectés d'une classe dissidente autorisée à voter sont intégralement désintéressées par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan de restructuration. Les États membres peuvent maintenir ou introduire des dispositions dérogeant au premier alinéa lorsqu'elles sont nécessaires afin d'atteindre les objectifs du plan de restructuration et si le plan de restructuration ne porte pas une atteinte excessive aux droits ou intérêts de parties affectées.*

Quelques commentaires sont utiles : L’article 11 1° b) i) qui détermine la règle d’approbation interclasse décrit donc une alternative : soit le plan est approuvé par au moins une classe de créanciers garantis et à défaut de garantis de rang supérieure soit si ce n’est pas le cas par au moins une classe qui après détermination de la valeur going–concern n’aurait droit à aucun paiement si on appliquait le traitement par rang en liquidation.

L’article 11 2° permet de déroger à l’article 11 1° c) qui vise en réalité les modalités des propositions faites aux créanciers à ce que , comme condition complémentaire à celle du b) , les classes dissidentes soient traitée de manière au moins aussi favorable que toute autre classe de même rang et de manière plus favorable que toute autre classe de rang inférieurs en permettant un tel traitement différent soit en admettant un paiement par des moyens identiques ou équivalents soit si c’est nécessaire afin d’atteindre les objectif du plan sans portait une atteinte excessive aux droits et intérêts de parties affectées.

1. Il est nécessaire pour le développement de la contribution de rappeler la règle américaine

*(1) Nonobstant la section 510(a) du présent titre, si toutes les conditions applicables de la sous-section (a) de la présente section autres que le paragraphe (8) sont respectées à l’égard d’un plan, le tribunal, à la demande du débiteur du plan, le confirme nonobstant les exigences de ce paragraphe si le plan ne discrimine pas injustement et s’il est juste et équitable à l’égard de chaque classe de créances et d’intérêts) qui sont soumis au plan et ne l’ont pas accepté*

*(2) Pour l’application de la présente sous-section, la condition que le plan soit juste et équitable à l’égard d’une classe comprend les conditions suivantes :*

*(A) En ce qui concerne une classe de créances garanties, le plan prévoit :*

*(i)*

*(I) que les titulaires de telles créances conservent les privilèges garantissant ces créances, que les biens faisant l’objet de ces privilèges soient conservés par le débiteur ou transférés à une autre entité, dans la mesure du montant autorisé de ces créances ; et*

*(II) que chaque titulaire d’une créance de cette catégorie reçoive au titre de cette créance des paiements en espèces reportés totalisant au moins le montant autorisé de cette créance, d’une valeur, à la date d’entrée en vigueur du plan, au moins égale à celle de la participation de ce titulaire dans un tel bien.*

*(ii) pour la vente, sous réserve de l’article 363(k) du présent titre, de tout bien qui est assujetti aux privilèges garantissant de telles créances, libres et exempts de tels privilèges, avec ces privilèges à attacher au produit de cette vente, et le traitement de ces privilèges sur le produit en vertu de la clause (i) ou (iii) du présent alinéa; ou*

*(iii) pour la réalisation par ces titulaires de l’équivalent incontestable de telles créances.*

*(B) En ce qui concerne une classe de créances non garanties :*

1. *le plan prévoit que chaque titulaire d’une créance de cette classe reçoit ou conserve au titre de la possession de cette créance, à la date d’entrée en vigueur du plan, une valeur égale au montant autorisé de cette créance; ou*
2. *le titulaire d’une créance ou d’une part qui est inférieur aux créances de cette catégorie ne recevra ni ne conservera dans le cadre du plan au titre de cette créance ou de cet intérêt subalterne aucun bien, sauf dans le cas où le débiteur est une personne physique, le débiteur peut conserver les biens compris dans la propriété en vertu de l’article 1115, sous réserve des exigences du paragraphe (a)(14) du présent article.*

*(C) En ce qui concerne une classe d’intérêts*

1. *le plan prévoit que chaque détenteur d’un intérêt de cette classe reçoit ou conserve au titre de la propriété de cet intérêt, une valeur, à la date d’entrée en vigueur du plan, égale au plus élevé du montant fixé lors d’une liquidation auquel il aurait droit, à tout prix de rachat fixe auquel le titulaire a droit ou à la valeur de ces intérêts; ou*
2. *le titulaire d’un intérêt qui est d’une classe inférieure, ne recevra ni ne conservera aucune propriété en vertu du plan en raison de cet intérêt inférieur.*

## Droit comparé

1. En droit Anglais. La loi de 2020 CIGA, applicable au 1/07/2020, a introduit le « *Super Schème »* (nouvelle partie 26A acc Compagnies Act 206) qui permet aux entreprises en difficulté financière de proposer un accord à leurs actionnaires et créanciers qui permet au juge, sur base d’une majorité, d’écraser une minorité.

Elle a aussi introduit une nouvelle part. A1 dans l’Insolvency Act 1986 permettant un moratoire. À la différence du moratoire dans la procédure d’administration, ce moratoire, émanant d’un débiteur en possession, permet d’obtenir une suspension pendant 20 jours renouvelable jusqu’à un an, de certains contrats et obligations de paiement tant avant le moratoire que durant le moratoire. Un « *Moniteur »*, souvent praticien de l’insolvabilité, est désingé, mais ce sont les dirigeants qui restent à la maîtrise des affaires. Ce moniteur doit veiller à la protection des créanciers en vérifiant que la documentation fournie est adéquate, que le débiteur reste dans les conditions du moratoire et qu’il engage et poursuit les négociations avec les créanciers. Ce moratoire est accessible aux entreprises UK En connexion avec le territoire.

Le Super Schème permet au débiteur de gérer des difficultés financières existantes ou à venir. Il est moins exigeant que le Schème puisqu’il exigera 75% en valeur de chaque classe de créanciers et/ou actionnaires là où le Schème normal n’exigeait que 75% en valeur et une majorité en nombre dans chaque classe. Le plan pourra être imposé si une classe qui ne conserverait pas d’intérêts dans la « *valeur économique »* a voté le plan, si les créanciers dissidents n’auraient pas un « *meilleur traitement »* dans un scénario alternatif et si la Cour conclut que le plan est « *Fair »*.

Ces notions de « *valeur économique »* et de « *meilleure traitement* » sont donc au cœur du pouvoir du juge qui devra évaluer l’entreprise. Ainsi, le plan peut être imposé par des créancier juniors et insécurisés à des créanciers séniors et sécurisés si ces deux tests sont satisfaits. On a appelé cette situation « *le Cross class cram-down »* qui visait l’hypothèse où les sécurisés écrasent les non-sécurisés.

Virgin Atlantic Airlines a utilisé cette procédure avec succès (jugement du 2 septembre reconnu aux Etats-Unis sous le *chapter 15*).

La CIGA n’a pas prévu de règle sur le financement durant la procédure puisque ce sujet est examiné dans le cadre de la réforme du droit des sociétés en cours.

Le Super Schème se rapproche du *chapter 11*, même si le moratoire a moins d’effet que le moratoire US, si le pouvoir du juge anglais de guider la procédure est moins grand que le pouvoir du juge US. La procédure ne peut prendre que de 8 à 12 semaines et n’impose qu’un coût modéré.

En droit des Pays-Bas. La loi « *Wet Homologatie Onderhand Akkoord »*, en abrégé, WOHA, a été adoptée et publiée au journal officiel. Elle est applicable au 01/01/2021. C’est le 1er pays à transposer la directive. Il s’agit aussi d’une procédure d’un débiteur en possession qui peut être initiée tant par le débiteur ou par un praticien de l’insolvabilité que par un ou plusieurs créanciers, par un actionnaire ou par le représentant des travailleurs. Elle vise les grandes entreprises, mais aussi les PME avec des règles particulières. Elle peut viser les créanciers financiers, les actionnaires, les créanciers garantis ou non-garantis, les privilégiés, à l’exclusion des travailleurs.

Le débiteur peut choisir entre une procédure publique et une procédure confidentielle. Dans une procédure publique, le plan est publié et les audiences sont publiques (par conséquent, la procédure est couverte par le Règlement), mais ne vise que les débiteurs qui ont leur COMI aux Pays-Bas. Dans la procédure confidentielle, le débiteur peut ne pas avoir son COMI aux Pays-Bas à condition d’avoir des liens suffisants avec le territoire. Le plan peut prévoir des mesures de restructuration de la dette, une conversion des dettes en actions, des augmentations de capital, la fin de contrats et la modification des droits des créanciers garantis. Le plan doit contenir la valeur going-concern de l’entreprise et la valeur de liquidation. Pour que le plan soit possible, il faut que la première soit supérieure à la deuxième. Cette valeur doit être établie selon différents scénarios, notamment en fonction des mesures de restructuration qui doivent être décrites. Le plan peut prévoir un paiement en cas de refus du plan (minimum 20% pour les PME). Cette valorisation peut être aidée ou faite l’expert en restructuration désigné par le juge et suite à des audiences où les créanciers contestataires viennent débattre devant le juge de la valeur pour obtenir des décisions provisoires sur celle-ci.

Les créanciers et actionnaires sont divisés en classes selon leur rang, leur droit dans le plan de restructuration et les actionnaires toujours dans une classe distincte. La majorité est fixée à 2/3 du total des créances. Si une classe au moins a voté, le plan est présenté à la validation. Le Tribunal appliquera le test du Best Interest of Creditors et vérifiera s’il n’y a pas une violation « *injustifiée* de la règle de priorité absolue. Le juge doit vérifier si la valeur going-concern de l’entreprise est redistribuée équitablement entre les actionnaires et les créanciers (pas seulement en numéraire, mais en titre ou en droits).

Si le plan n’est pas homologué, un autre peut être présenté par l’expert. Le débiteur, lui, doit attendre 3 ans.

La procédure ne peut durer que 4 à 5 ans semaines. Le texte prévoit un moratoire soit général, soit particulier pour une période maximum de 8 mois, une protection contre les clauses de compensation ou de changement de contrôle et différentes protections pour assurer la poursuite des affaires.

1. En droit Allemand. Le projet de loi (STARUG) a été présenté, le 9 septembre 2020, avec la volonté de rendre applicable en janvier ou février 2021. La procédure est accessible aux entreprises confrontées à des difficultés « *imminentes »* et qui ne sont pas en faillite (soit 24 mois au lieu de 12 mois auparavant). Il n’y avait pas, en droit Allemand, de procédure « *préventive »* confidentielle puisque la procédure introduite en 2010 de « *Schatzchumverfahren »* était une procédure « *préparatoire »* à la procédure d’insolvabilité – les dirigeants ont des obligations assez lourdes en présence d’une menace économique identifiable (1 STARUG) sous peine d’indemnités. À l’instar du droit Hollandais, le débiteur peut choisir entre une procédure confidentielle et une procédure publique. Un moratoire de 3 mois renouvelable est prévu. La majorité est fixée à 75% par montant de créance ou de la valeur de leur garantie ou sur la valeur nominale des actions. Le plan peut être confirmé si la majorité des classes ont approuvé le plan, si le test du Best Interest et de viabilité sont concluants et si la règle du « *relaxed absolute priority rule »* est vérifiée.

Cette notion intègre la doctrine de la New-Value pour les actionnaires et permet à l’actionnaire de garder le surplus de valeur jusqu’à la valeur going-concern puisque, dans la règle « *absolue »* de la priorité absolue, les actionnaires sont traités comme des créanciers subordonnés. La création de classes complémentaires est possible, mais elles seront traitées selon leur rang, y compris lorsque plusieurs classes ont le même rang.

La dérogation à la règle de priorité absolue (§28 SanInFOG) s’applique aussi entre créanciers de rangs différents. Le *Cram-down* est possible si les créanciers reçoivent une juste part de la valeur économique de la restructuration. Le plan peut prévoir de nouveaux financements et des garanties contre l’insolvabilité liée à l’échec du plan.

1. Un avis important en droit Français. Le Haut Comité juridique de la Place Financière de Paris a rendu public, le 25 septembre 2020, un avis sur la transposition à faire en France de la directive.

On retiendra qu’il propose aussi une procédure confidentielle (sauvegarde accélérée et sauvegarde financière accélérée fusionnée) et une procédure publique en utilisant la conciliation comme 1ère phase confidentielle de la procédure semi-collective publique. Il propose de confier à un administrateur provisoire la création des classes en concertation avec le débiteur, de regrouper les actionnaires dans une classe dont le vote dans la classe vaudrait vote à l’AG, prévoir un dispositif particulier pour les PRME (possibilité d’une classe unique, 2/3 du montant des créances et de 40%).

S’agissant de la règle de priorité, le comité recommande al règle de priorité relative.

1. Le parlement des Pays-Bas a approuvé une loi ( la WOHA) qui se veut la transposition de la directive et qui sur cette question dispose :

*Le tribunal approuvera l’homologation d’un accord auquel toutes les classes n’ont pas voté, il refusera si pour cela une demande est introduite par un ou plusieurs créanciers ou actionnaires qui étaient contre l’accord et sont dans une classe qui n’a pas voté l’accord et qui comprend :*

1. *les créanciers ou les actionnaires qui, sur base de l’accord, recevraient une valeur inférieure au montant des créances ou au montant nominal des créances pour lesquelles ils ont été inscrits dans une classe, alors qu’il y aurait simultanément une ou plusieurs autres classes de créanciers ou actionnaires avec un rang inférieur qui sur base de l’accord recevraient ou conserveraient des droits, sauf si l’acquisition de tels droits constitue une contre-prestation conforme au prix du marché en un apport d’un crédit sous la forme d’un apport de nouveau capital par les actionnaires ou créanciers susvisés ;*
2. *les créanciers ou les actionnaires qui, sur base de l’accord, recevraient une valeur inférieure au montant des créances ou au montant nominal des créances pour lesquelles ils ont été inscrits dans une classe, alors qu’il y aurait simultanément une ou plusieurs autres classe de créanciers ou actionnaires avec un rang supérieur qui sur base de l’accord reçoivent un montant supérieur que celui du montant de leurs créances ou du montant nominal des créances pour lesquelles ils ont été inscrits dans une classe ;*
3. *les créanciers ou les actionnaires qui sans motif légitime sur base de l’accord recevraient des montants qui en proportion sont inférieurs à ceux qu’une autre classe de créanciers ou actionnaires recevraient avec une classe d’un rang semblable au leur ;*
4. *les créanciers ou actionnaires dont les montants sur base de l’accord seraient modifiés alors qu’il y aurait d’autres créanciers ou actionnaires avec un rang similaire qui sans motif légitime seraient restés en dehors dudit accord ;*
5. *les créanciers qui, sur base de l’accord, n’auraient pas droit à un paiement en espèce supérieur au taux du montant qu’ils auraient espéré en cas de liquidation du capital du débiteur.*
6. Le gouvernement fédéral Allemand est en train d’examiner une loi qui sur cette question prévoit

*1 Même si les majorités requises n’ont pas été atteintes, l’approbation par une classe votante sera considérée comme obtenue si le plan n’est pas susceptible de mettre cette classe dans une situation pire que celle qui serait advenue sans le plan,*

*2. Les membres de cette classe sont « associés » (impliqués) de manière raisonnable (appropriée, proportionnelle) au paiement sur base de la valeur économique telle que déterminée par le plan ;*

*(2) Pour un groupe de créanciers, une participation raisonnable (appropriée) au sens du point 2 du paragraphe 1 sera déterminée si, en accordance avec le plan:*

*Aucun autre créancier ne recevra un montant qui sera au-dessus du montant total de sa créance ;*

*Ni un créancier d’un rang inférieur à la classe serait remboursé en dehors de l’existence d’un plan, ni le débiteur ou une personne impliquée recevrait un quelconque montant et aucun créancier, hors plan, qui serait sur un pied d’égalité avec d’autres créanciers se trouverait pourtant en meilleure position que de tels créanciers.*

*(3) En ce qui concerne les actionnaires, une rémunération appropriée, suivant la signification du point 2 du paragraphe 1 sera rencontrée lorsque dans le plan :*

*Aucun créancier ne reçoit une valeur excédant le montant total de sa créance ; et*

*Aucun actionnaire qui, en dehors du plan, serait placé sur un pied d’égalité avec d’autres créanciers, serait mieux traité que ces derniers.*

L’ensemble de ces règles forment ce que l’on appelle « *In the money* ».

1. Ces règles sont au cœur d’une nouvelle manière de traiter l’insolvabilité d’une part, quant à la procédure à mettre en place, procédure qui vise plus à aboutir, par la négociation, à un nouvel équilibre entre les créanciers – sécurisés et non sécurisés - les actionnaires et les débiteurs, plus par des accords « *contraints* » que par l’imposition judiciaire[[9]](#footnote-9) et, d’autre part, sur le fond du droit qui sert à arbitrer les intérêts antagonistes en présence d’une insuffisance d’actifs, c’est-à-dire, en traitant les créanciers d’après la valeur du débiteur ou de l’actif sous-jacent à ces droits.

L’idée (à la base) est simple : l’équilibre entre créanciers et actionnaires doit se trouver entre deux bornes ; une inférieure, à savoir ce que les créanciers auraient en cas de liquidation et une supérieure, ce qu’ils auraient sur base de la valeur de l’entreprise en activité. Entre ces deux bornes, des règles d’arbitrage doivent pousser les créanciers à tomber d’accord : il faudra favoriser un accord entre les créanciers sécurisés – qui, en cas de faillite, seront privilégiés et une classe au moins de créanciers non-sécurisés par un traitement « *Fair* » qui dépend en grande partie d’une appréciation du juge sur les valeurs.

Si l’idée est séduisante a priori, elle se complexifie vite puisque la valeur est, par définition, une chose difficile à établir : c’est justement cette difficulté qui va servir d’aiguillon à une négociation et c’est cette même difficulté qui va attribuer, à défaut d’accord, un pouvoir important au juge pour favoriser ces accords.

## Un besoin du marché d’un nouveau droit de l’insolvabilité

1. Les PME et les grandes entreprises, cotées ou non, ont besoin d’un nouveau droit à la solvabilité.

Un certain nombre de ces entreprise, qui ne sont pas des petites ou très moyennes, PME, ont dû recourir récemment à des procédures pour se sauver ; BRANTANO, CAMAÏEU, MAXITOYS, PREMAMAN PAIN QUOTIDIEN en Belgique et bien d’autres à l’étranger ont utilisé les procédures « *traditionnelles »*, pas toujours de manière convaincante, alors que les entreprises qui ont utilisé des procédures plus « *modernes »* ont pu réussir très rapidement leur restructuration comme NYRSTAR, HEMA, VIRGIN, …

Certains de ces dossiers se sont terminés par des plans de liquidation ou de cession (à l’instar de LA HALLE, CAMAIEU, MAXITOYS,) d’autres par des accords de conversion de créance en action ou des étalements de dette (RALLYE ou CASINO), d’autres par des faillites critiquées par les *Stakeholders* (CAMAIEU, BRANTANO), d’autres encore par des vrais rebonds en bourse (HAMON ou ACADOMIA).

Celles qui les ont réussies ont préservé la valeur de l’entreprise et donc celles des actionnaires et des détenteurs d’intérêts, d’autres pas, certaines ont apporté aux créanciers un sort acceptable tandis que d’autres non, quelques-unes ayant conduit à des pertes importantes pour les créanciers au point où la stabilité du système financier pourrait être en cause.

Certaines de ces entreprises ont eu une grande valeur financière, économique ou parfois boursière et leur disparition prive la collectivité de PIB, de taxes, d’emploi et de participation à l’économie. Ces entreprises se sont souvent très endettées pour financer leur développement, se mondialiser ou assurer leur croissance externe. Elles ont eu un passif financier structuré de manière complexe en plusieurs « *couches* » avec des garanties et des droits différents. À chaque « *tour de table »*, l’entreprise, qui doit proposer à ses détenteurs d’intérêts une restructuration de son endettement sans passer par une liquidation pure et simple, doit, pour convaincre ses créanciers, se baser sur la viabilité de tout ou partie de ses activités ainsi que sur sa valeur actuelle rapportée à sa valeur future. Elle doit, pour convaincre les différents détenteurs d’intérêts, accepter des cessions de dettes, des abattements, des conversions en actions, l’octroi de nouveaux financements ou des plans structurés et complexes de remboursement.

1. Les commerçants, les TPE et les PME petites et moyennes sont aussi touchées par la crise et ont besoin d’une réforme du droit de l’insolvabilité. Le sursis ne les protège pas des dettes post-sursitaires ni même bancaires (loi sûreté financière) et la publicité des procédures les tuent souvent avant même la fin du processus. Les pertes pour les créanciers - eux-mêmes débiteurs d’autres créanciers- sont importantes et l’effet domino à la base du droit de l’insolvabilité se met en œuvre.

Les difficultés des petites et moyennes PME sont différentes de celles des grandes entreprises. Elles sont confrontées d’abord à une crise de solvabilité et surtout de liquidités qui les prive de capacités de remboursement de leur endettement souvent opérationnelles.

De nombreux auteurs et praticiens affirment, dans les colloques et les lieux de dialogue, que l’introduction de la directive et de son concept « *In the money* » n’est pas pertinente pour les PME en raison de la complexité de la règle, de son coût et de l’absence d’utilité. Il n’en est rien puisqu’il faut d’abord rappeler que la directive laisse aux Etats la possibilité de ne pas imposer le nouveau système aux PME tout en laissant le choix aux PME d’y recourir.

1. La concurrence existe entre Etas : les Etats-membres amis mais néanmoins concurrents ont ainsi adopté ou envisagent d’adopter des législations qui intègrent le concept « *In the money* » : les Pays-Bas avec Le WHOA, la Pologne, l’Espagne, le Royaume-Uni, l’Allemagne, la France.

Les entreprises, notamment belges, qui recourent à ces procédures - nous pensons à NYRSTAR, HEMA ou VIRGIN- démontrent une attente du marché sur un nouveau droit de l’insolvabilité.

Le projet de loi 1137[[10]](#footnote-10) que la Commission du Parlement a renvoyé aux calendes grecques, prévoyait, à travers les règles applicables au sursis, une application timide du concept.

La déclaration gouvernementale ne fait pas expressément référence à cette question. Il faudra donc attendre le projet de loi transposant la directive pour examiner la vision du gouvernement et attendre l’adoption de la loi, sa mise en œuvre et les éventuelles critiques liées à une mauvaise transposition de la directive pour pouvoir *Fair*e du concept un outil utilisable par les entreprises.

## Le « *In the money* » est pratiqué avec succès

1. Ces règles proviennent de la pratique du Chapitre 11 de la loi américaine sur la faillite[[11]](#footnote-11) dont la directive s’est inspirée en reprenant, selon les auteurs avisés, des règles fort similaires[[12]](#footnote-12) ce que d’ailleurs nous allons nous employer a vérifier en détail.

Le chapitre 11 a pour objectif principal (au sein d’une procédure que les auteurs Américains qualifie de P*re-Insolvency*) de permettre, en l’encadrant, une négociation[[13]](#footnote-13) [[14]](#footnote-14)entre les créanciers et les actionnaires et, en particulier, de régler la situation où « *des paiements partiels*»[[15]](#footnote-15) doivent pouvoir être faits à des classes de créanciers dits inférieurs (*Unsecured*) par rapport à des classes de créanciers dits supérieurs (*Secured*). En partant de l’idée que la procédure *Pre-Insolvency* n’est pas une procédure d’*Insolvency*, il fallait, d’une part pour le législateur américain, respecter les règles contractuelles de paiement qui auraient été appliquées sans faillite[[16]](#footnote-16) et qui permettraient aux créanciers sécurisés d’être payés et, d’autre part, respecter en même temps les règles qui seraient appliquées en cas de faillite (*Chapter 7*).

Comme l’exposé le montrera, le cœur du système repose sur le vote par des créanciers réunis en classe d’un plan qui répartit un paiement souvent partiel entre différents créanciers en imposant cette répartition (*cram-down*) par le biais du juge à défaut d’accord induit par la peur que cet écrasement judiciaire soit moins profitable. Le juge, pour menacer d’imposer ou imposer cet écrasement, utilise quatre tests en se basant sur la valeur de liquidation et la valeur *going-concern*.

Cette évaluation est faite sur base de celle proposée par le débiteur au moment du dépôt de sa demande puisque c’est lui qui é*value* la valeur de l’entreprise[[17]](#footnote-17). S’installe alors une discussion-négociation entre créanciers et débiteur. Le débiteur contrôle le plan durant une 1ère phase de la procédure, les créanciers pouvant proposer un plan si le 1er plan n’est pas proposé dans le délai fixé ou accepté (ce plan serait moins favorable). Les créanciers peuvent tenter de voter contre le plan, mais cela provoquerait la liquidation, ou tenter de réunir des votes d’autres créanciers. Ils peuvent proposer d’autres valeurs et une autre répartition. Les créanciers peuvent demander des audiences et un *hearing* pour fixer une valeur « *Fair and equal »[[18]](#footnote-18)*.

La méthode est efficace. Un auteur[[19]](#footnote-19) a étudié 1342 *Chapter 11* entre 1979 et 1993. L’approche statistique montre qu’en général, la valeur estimée au départ par le débiteur est rarement exacte : la valeur estimée in fine soit inférieure (20%), soit supérieure (250%). Cette différence est évidemment due aux différences entre les hypothèses retenues pour fixer la valeur future du débiteur. L’écart peut être gigantesque : dans National Gypson – souvent cité à titre d’exemple, le management avait évalué l’entreprise à 182 millions, les créanciers juniors à 1 milliard.

Mais à l’évidence, la valeur et *a fortiori* la valeur fixée par un juge n’est pas une science exacte mais plus une « *estimation »*, voire « *un art* », de telle sorte que la gestion du processus qui aboutira à cette valeur devrait être - pour minimiser les risques pour chaque détenteurs d’intérêt - la plus consensuelle possible afin d’éviter aux parties des surprises qui, comme nous le verrons, peut avoir de graves conséquences.

C’est à travers la négociation sur la valeur que s’opère le traitement des créanciers : le but est clairement de permettre aux créanciers de s’entendre sur un plan négocié[[20]](#footnote-20). C’est pour arriver à « *forcer des accords* » que la loi décrit une règle de priorité absolue qui sera applicable si les parties ne s’entendent pas et donc si le juge doit valider le plan et le rendre opposable à des créanciers récalcitrants[[21]](#footnote-21).

1. C’est un système efficace[[22]](#footnote-22).

Aux Etats-Unis, dans une autre étude intéressante[[23]](#footnote-23), les auteurs ont basé leurs conclusions sur la base de données de 1994 à 2002, soit sur plus de 3000 cas de procédures dont 1422 *Chapter 11*. En moyenne, sur les dernières années étudiées (de 1994 à 2001), 30% des *Chapter 11* ont abouti à la confirmation du plan, dans lesquels 70% sont des cas où le débiteur a proposé un plan. Plus le débiteur a pu conduire la poursuite de ses affaires durant une période longue, plus le taux de réussite est élevé : 47% de réussite pour ceux qui ont survécu 6 mois, 90% pour ceux qui ont survécu 24 mois au moins. Le cumul des deux critères : viabilité et plan proposé par le débiteur conduit à 74% de réussite pour ceux qui ont poursuivi durant 6 mois contre 99% pour ceux qui ont poursuivi 24 mois. L’étude recouvre des secteurs d’activité (par exemple, l’immobilier où c’est, par nature, plus long) et des tailles très différentes, la longueur de la procédure pour conclure que : 35% des dossiers sont terminés après 6 mois, 93% sont terminés endéans les 24 mois, la période moyenne étant de 9 mois.

Les conclusions de cette étude sont que le système écarte vite les entreprises non-viables et, dans ce cas, le *Chapter 11* est transformé en *Chapter 7*, 57% des dossiers ayant déjà fait cette conversion avant 6 mois, 75% avant 9 mois. 49% des cas confirmés concernaient des entreprises ayant un endettement au-dessus de l’endettement médian[[24]](#footnote-24) et seuls 21% étaient en-dessous.

La taille influence le résultat mais de manière parfois anachronique : les grandes entreprises peuvent plus facilement résoudre certaines difficultés par une négociation que les plus petites (cette question a été modifiée par la réforme du *Chapter 11* (CARES) pour les petites et moyennes entreprises).

Le tableau montre la répartition des procédures réussies par le total d’*assets* et de dette.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *ASSETS* | | | | | | |
|  | **Under $100K** | **$100K-$500K** | **$500K-$1M** | **$1M-$5M** | **$5M+** | **Total** |
| Frequency | 58 | 90 | 43 | 100 | 98 | 389 |
| Row Percent | 14.91 | 23.14 | 11.05 | 25.71 | 25.19 | 100.00 |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| DEBT | | | | | | |
|  | **Under $100K** | **$100K-$500K** | **$500K-$1M** | **$1M-$5M** | **$5M+** | **Total** |
| Frequency | 18 | 79 | 57 | 111 | 131 | 396 |
| Row Percent | 4.55 | 19.95 | 14.39 | 28.03 | 33.08 | 100.00 |

Une autre étude a démontré [[25]](#footnote-25) que 15 % des débiteurs qui sont sortis du *Chapter 11* doivent cependant en redéposer un autre et que certains vont en déposer 3 ou 4.

55% de ceux-ci réussissent une seconde procédure, en particulier 63 % pour ceux qui ont des actifs supérieurs à 100 millions et 71 % pour ceux qui ont des actifs supérieurs à 500 millions.

Le tableau montre qu’après un second *Chapter 11,* de nombreuses entreprises augmentent de valeur. En moyenne, le taux passe de 2.39 à 2.68 mais certaines sociétés de l’échantillon ont augmenté plus significativement de valeur. L’augmentation de valeur pour le 1er *Chapter 11* est en moyenne de 4.84 passant à 5.21 mais là aussi certaines entreprises ont des scores atypiques comme Aurora Gas qui est passée de 5.58 à 18.70.

1. Pour les auteurs Américains, le succès tient essentiellement à la règle de priorité absolue. Ces mêmes auteurs ont relevé de suite que la règle de la priorité relative introduite par la directive (et que les Etats pourraient choisir) pourrait, selon eux, modifier substantiellement l’équilibre des procédures car ce changement transforme la procédure en une procédure où le juge imposera le plan là où elles devraient être principalement des procédures contractuelles[[26]](#footnote-26).

Pour ces auteurs, la règle de priorité absolue aboutit à la nécessité de trouver une classe de créancier junior qui adhère au plan comme condition nécessaire au *Cram-down* sur base de la valeur de l’entreprise, ce qui laisse aux créanciers seniors une partie suffisante du paiement, les obligeant - par l’entremise de la négociation sur la valeur- à tomber d’accord pour ne pas prendre le risque d’une décision du juge qui fixerait une valeur en deçà de leurs droits.

Les classes inférieures de créanciers sont, dans ce dialogue, protégées par les règles de majorités au sein des classes, par la règle de la majorité des classes votant favorablement, mais surtout par la règle du *Best interest of creditors* qui veut que les créanciers, y compris *Unsecured*, ne puissent avoir moins qu’en valeur de liquidation[[27]](#footnote-27).

Il ne faut pas oublier que dans le régime américain, la première phase du *Chapter 11* est à la direction du seul débiteur dans une procédure de type conventionnel. Le débiteur doit fournir, de manière absolument et nécessairement transparente, tous les éléments qui fondent une valorisation, ce qui conduit à des négociations entre parties. Cette valeur est discutée sur base des rapports ou des preuves apportées par les créanciers. Si aucun accord n’intervient sur le plan et ainsi sur la valeur, le risque pour le débiteur est la présentation d’un plan par les créanciers[[28]](#footnote-28), dans la seconde phase, qui présenteront des valeurs différentes et des propositions différentes. Si le plan n’est pas approuvé consensuellement, la procédure de *Cram-down* se basera sur base de la règle de priorité absolue où la valeur de l’entreprise est évaluée *going-concern*[[29]](#footnote-29).

1. La force du système « *In the money* » réside dans la prise en compte, comme concept clé, de la valeur going-concern qui est pourtant difficile à déterminer de manière précise[[30]](#footnote-30). A lire les auteurs américains toutefois, c’est cette difficulté et ces aléas qui font l’efficacité de la procédure.

Pourtant, ces notions nous sont connues. La valeur de liquidation, qui est une notion que nous connaissons à l’article XX.87 §1 du Code de droit économique, renvoie, *prima facies*, à une valeur aisée à déterminer. Ce n’est cependant peut-être pas si simple : nous verrons[[31]](#footnote-31) que même en droit interne actuel, cette valeur est source de discussions. S’agit-il de la valeur estimée par des experts ou de la valeur qui résulte d’un appel d’offre concret réalisé dans la procédure et qui s’assimile à un test d’un marché ? S’agit-il de la vente rapide des biens ou d’une vente qui prendrait son temps ? S’agit-il d’une vente avec des activités en place ou une vente sans aucune activité en place et sans valeur de rendement immédiate ? S’agit-il d’une valeur par pièce ou par bloc ou en tout ? L’expérience américaine de détermination de cette valeur de liquidation sera utile pour éventuellement mieux définir, dans la loi de transposition, les éléments à prendre en compte car cette valeur de liquidation est connue des tribunaux américain[[32]](#footnote-32), depuis la meilleure valeur de liquidation possible jusqu’à la valeur pièce par pièce des actifs (*Piecemeal value*).

La valeur d’une entreprise ou d’un actif en *going-concern* (en activité) est aussi une notion que notre droit interne connait (art. I.22 14ème) lorsqu’il faut déterminer la valeur de l’assiette d’une créance extraordinaire dont le gage n’est pas un gage de registre. C’est aussi une valeur difficile à déterminer voire encore plus difficile à déterminer. Cette évaluation est plus complexe et plus coûteuse que la valeur en liquidation car basée sur des rapports d’expertises au contenu plus technique et prospectif, donc incertain qui donneront lieu à encore plus de batailles d’experts[[33]](#footnote-33). L’évaluation est d’ailleurs plus un art qu’une science pour le juge[[34]](#footnote-34). Ce coût et ce temps sont ce qui poussent, en droit américain, les créanciers à trouver un accord. Il existe, en droit américain, de nombreuses méthodologies sur lesquelles nous reviendront ci-après- essentiellement celle du *Discounted cash-flow* (dite DCF), ou celle des comparables[[35]](#footnote-35).

Pour illustrer dès à présent l’enjeu de cette fixation de valeur, dans un cas[[36]](#footnote-36), le débiteur retenait en DCF entre 1.023 et 1,254 Billions, les créanciers entre 1.583 et 1.836 Billions, et la Cour retenait a priori entre 1.583 et 1.836 Billions, dans la valeur des comparables, le débiteur retenait entre 897 et 1.086 Billions, les créanciers 1.515 Billions et la Cour entre 1.355 et 1.449 Billions. Dans la décision de *Cram-down*, la Cour a retenu la valeur entre 1.4 et 1.6 Billions.

Le juge a donc estimé la valeur en DCF[[37]](#footnote-37) au moins comme étalon[[38]](#footnote-38). Il s’est basé sur des hypothèses futures du *business plan* retenues comme raisonnables[[39]](#footnote-39).

Le risque lié à une « *erreur d’évaluation* » est en fait une pénalité pour les créanciers seniors s’ils n’acceptent pas d’acheter le pouvoir de nuisance des créanciers juniors que constitue le refus des juniors de voter le plan[[40]](#footnote-40).

1. La valeur n’est pas le seul concept. Elle se complète du test de faisabilité que la directive a renommé test de « *viabilité* ». En droit américain[[41]](#footnote-41), le juge doit apprécier à tous les moments, y compris à l’ouverture de la procédure, mais aussi au moment de son jugement d’écrasement, si la confirmation du plan laissera viable l’entreprise, c’est-à-dire, qu’il ne sera pas suivi d’une liquidation[[42]](#footnote-42) ou de l’activité ou du débiteur si l’activité n’est pas transférée notamment en paiement aux créanciers.

Le plan doit donc offrir une perspective raisonnable. Il ne faut pas de garantie et l’existence d’un risque ne suffit pas[[43]](#footnote-43) à écarter le plan mais il faudra des assurances raisonnables[[44]](#footnote-44). Il ne faut pas établir, dans le cours de la procédure, qu’inévitablement le plan sera adopté tant que les preuves supportent la faisabilité[[45]](#footnote-45) après l’éventuel vote du plan. Cette évaluation est faite par le juge sur base de la valeur de l’entreprise[[46]](#footnote-46). La preuve de cette « *faisabilité* » doit être rapportée par le débiteur contredit par les créanciers[[47]](#footnote-47). À titre d’exemple, la Cour d’appel, au 9th circuit, retient, pour réaliser ce test de viabilité, la structure du capital et des fonds propres, la capacité bénéficiaire du secteur d’activité, les conditions économique, la compétence du management, la probabilité de poursuite des ventes et tous les éléments propres aux difficultés du débiteur, et enfin la probabilité de réalisation du plan. Le juge anticipe en réalité sur la probabilité d’acceptation des créanciers[[48]](#footnote-48).

Le juge se base sur les *disclosures* faites par le débiteur qui doivent contenir des prévisions de flux raisonnable[[49]](#footnote-49). Le juge analyse les projections au regard du passé et des descriptions raisonnables des scénarios présentés[[50]](#footnote-50).

## D) Des règles « *In the money* » sont déjà dans le livre XX

1. La 1ère règle du Livre XX faisant référence à la valeur est celle qui fixe la valeur des actifs servant d’assiette au créancier extraordinaire visé en présence d’un gage qui n’est pas un gage de registre. Nous verrons ci-après que l’article I, 22, 14°, en définissant le créancier extraordinaire comme tout créancier qui bénéficie d’une sûreté sur un actif, n’a pas précisé s’il s’appliquait uniquement aux actifs du débiteur, si bien qu’il a été jugé s’il s’appliquait également dans l’hypothèse où le gage porte sur un actif externe au débiteur, que ce soit celui qui se trouverait être localisé dans une filiale ou une société-sœur, sur des actifs personnels à l’actionnaire ou au dirigeant, sur un actif de la société sorti du patrimoine comme en matière de fiducie, mais aussi sur les actions de la société ou des actions des filiales, car dans ce cas, cette règle revient à é*value*r « *l’entreprise* » en « *going-concern »[[51]](#footnote-51).*
2. La 2ème règle de droit interne faisait référence à la valeur est celle de la valeur d’échange de la conversion des créanciers en action prévue par l’article **XX.72**. En droit interne, derrière une technique qui semble assez simple se pose, en réalité, de très nombreuses questions en lien avec la valeur que nous examinerons ci-après.
3. La 3ème règle de droit interne qui fait référence à la valeur est celle de l’article **XX 87** dans le cas d’une PRJ transfert et, plus particulièrement, de la question de la valeur estimée en cas de faillite. Il faudra comparer les critères proposés par l’article **XX.87** et ceux de l’article de la directive en examinant s’il faut rechercher la valeur de faillite ou la valeur de faillite « *pure* » selon qui et selon quel scénario possible et les conséquences que cette valeur peut avoir sur les procédures.
4. La 4ème règle de droit interne qu’il faut discuter est l’**article 490*quater* du Code pénal.** Comment déterminer une valeur et quelle est la place de la négociation entre le débiteur et ses créanciers ? Dans une économie de marché, une valeur n’existe pas en soi, seul un prix détermine *in fine* la juste contrepartie d’une transaction. Le « *prix* » est négocié. La valeur d’un actif est toujours subjective, liée à un moment déterminé en fonction des circonstances et des rapports de force, aléatoire, volatile et très relative. Alors comment la fixer si ce n’est par une négociation qui vise, en réalité, à obtenir un avantage par rapport à une norme abstraite qui d’ailleurs n’est pas pertinente. La pratique internationale de la restructuration s’appuie sur des « *négociations »* avec les créanciers.

L’article **490*quater* du Code pénal** qui punit ceux qui ont stipulé avec le débiteur ou avec d’autres personnes des avantages particuliers pour orienter le sens de leur cote sur le plan, ou qui ont conclu un accord particulier en vertu duquel il résulterait des avantages en leur faveur à charge de l’actif du débiteur, pose tout d’un coup une question radicale : si ce ne sont pas les parties qui fixent la valeur, qui le fait ? Serait-ce le juge ? Et sur quelles bases raisonnées ?

1. La 5ème règle de droit interne qui fait référence à la notion de valeur est celle du traitement différencié prévu à **l’article XX.72 et XX.73**, notamment en cas de conversion qui résulterait de l’existence de valeur différente d’échange selon des contreparties différentes (échange d’une créance contre des actions ou échange de la créance contre un prix) ou en cas d’absence de conversion proposée à tous les créanciers, ou encore dans le cas où l’actionnaire tire un avantage important de la conversion ou de l’abattement.

L’objectif de la directive, en prévoyant des classes de créanciers, est de permettre un traitement différencié des différentes classes de créanciers constituées sans avoir égard au rang et privilège qui les distingue, mais bien en fonction de critères économiques. Ils sont réunis dans plusieurs collèges de vote avec des propositions différentes. Dans le cadre de restructuration importante, la distinction de créanciers, parfois de même nature (obligataire par exemple), est essentielle comme cela a été le cas dans l’affaire CGG où il fallait donner aux obligataires américains (*Yield*) un traitement différent et nécessairement préférentiel par rapport aux titulaires d’obligations françaises sous peine de voir les garanties présentes sur le sol américain être exécutées et la procédure française ne pouvoir être reconnue dans le cadre du Chapitre 15 américain. La Cour d’appel de Paris a validé ce traitement différent dans le cadre de la législation française de la sauvegarde. Ce classement en classe dans la directive peut inclure les actionnaires et la règle du traitement inéquitable peut s’appliquer à la comparaison de traitement des créanciers et des actionnaires.

1. La 6ème règle de droit interne à examiner au regard de la directive est donc l’examen des **articles 10 et 11 de la constitution** et aussi la définition exacte de ces notions de non-discrimination ou de non-atteinte excessive aux intérêts. La discrimination, à la supposer, après l’examen de la question précédente, subsister peut-elle se baser sur l’examen des valeurs ? :
2. La 7ème règle de droit interne en référence avec la valeur est la non-existence d’une règle de droit interne autre que celle de **l’article XX.58** sur le financement du sursis ou après le sursis. La restructuration de plus grosses entreprises ne peut se *Fair*e que moyennant de nouveaux financements pendant le sursis (crédit de campagne, garantie bancaire, fonds de roulement, …).

Si le droit belge actuel ne permet d’attribuer qu’un privilège dette de masse qui, d’ailleurs, est souvent peu efficace en raison du nombre de créanciers qui viennent concourir sur son assiette, il n’est pas impossible en droit belge, notamment par le canal d’un accord amiable[[52]](#footnote-52), de concéder des garanties sur des actifs soit inclus dans le débiteur, soit extérieurs au débiteur qui permettent de financer la poursuite d’activité. Mais la complexité de ces règles prive souvent de nombreuses sociétés de la capacité de se refinancer.

La plupart des organismes financiers et même les *invests* (ceux qui sont pourtant en charge de la restructuration économique) attendent la réussite de la PRJ. Si celle-ci ne peut se dérouler sur une période très courte, de nombreuses entreprises peuvent simplement mourir en raison de l’absence de refinancement possible.

La directive introduit la possibilité, pour les Etats-membres, d’introduire des règles de validation des financements par le juge durant la période d’observation et l’octroi de privilège ou de sûreté qui attribuerait, comme l’a fait le droit français, un privilège *New Money* (pendant la procédure) ou *Post Money* (après la procédure) à de nouveaux financiers. L’examen des règles de droit belge (et en particulier l’article XX.58) doit donc être réfléchi pour permettre le sauvetage d’activité économique viable ainsi que le maintien de l’emploi.

Mais plus fondamentalement, ces financements ne sont légitimes que s’ils augmentent la valeur de l’entreprise ou s’appuient sur des actifs dont la valeur justifie un privilège spécial. Il existe donc un lien étroit entre ces financements et la valeur ou la non-valeur de l’entreprise à prendre en compte. Sans financement, la valeur d’une entreprise en activité, au jour de l’ouverture de la procédure, pourrait se rapprocher de la valeur de liquidation et inversement, une entreprise dont la valeur était proche de la valeur de liquidation pourrait avoir une valeur plus grande grâce à la valeur créée par ce financement (campagne réussie – contrat signé grâce à la garantie bancaire – contrat obtenu grâce au financement, marge augmentée grâce au fonds de roulement, …).

1. La 8ème règle de droit interne en lien avec la directive est le traitement du périmètre social des restructurations et, en particulier, la **CCT 102**. La directive donne de nouveaux droits aux travailleurs ou, en tout cas, permet aux Etats de leur en donner. Elle n’interdit pas, si le débiteur reste viable, de permettre des restructurations par des cessions d’actifs ou d’activité. Elle s’établit sans préjudice des directives européennes en matière d’information et de préservation du droit des travailleurs en particulier, dès lors, la directive sur les transferts d’entreprise.

La directive ne règle certes pas de manière directe ou n’impose pas de régler la situation créée par la jurisprudence PLESSERS et SMALLSTEP. Pourtant, peut-être permet-elle de résoudre la difficulté dès lors qu’en définissant le droit des créanciers comme elle le fait à travers la règle de validation de *Best interest* des créanciers de priorité absolue, elle semble en même temps attribuer une définition européenne à la notion de maximalisation de l’intérêt des créanciers. La question devient donc : est-ce qu’une procédure menée conformément à la directive et selon ses règles ne peut être tenue au sens de la directive européenne et de l’arrêt SMALLSTEP comme une procédure qui maximalise l’intérêt des créanciers et, partant, qui échappe à l’application de la convention collective 32Bis en Belgique ? Est-ce que la règle du *Best interest* des créanciers dans le meilleur scénario ou la règle de valorisation *Going-concern* du droit de priorité est le critère qui permet légalement d’établir la maximalisation de l’intérêt des créanciers ?

1. La 9ème règle de droit interne à examiner par rapport à la règle de la doctrine et qui a effleuré certains dossiers de restructuration belge et, en particulier, l’affaire BRANTANO est celle, par exemple pour les SA, **des** **articles 7:177 et suivant du CSA.** La restructuration d’une entreprise crée souvent un conflit d’intérêt entre l’actionnaire et ceux qui doivent protéger l’intérêt social perçu de manière abstraite incluant dès lors l’intérêt des différents détenteurs d’intérêt en ce y compris, mais pas seulement les créanciers.

La directive européenne règle clairement cette situation en faisant peser sur les administrateurs une obligation fiduciaire de l’intérêt des détenteurs d’intérêt qui doivent se distancier de l’intérêt de l’actionnaire. La directive permet, par exemple, aux Etats membres d’autoriser d’inclure, parmi les classes de créanciers, les actionnaires afin de leur rendre opposable un plan qui prévoirait la conversion des créances dans des conditions qui ne soient pas celles qu’ils agréeraient par l’utilisation du Code des sociétés classiques. Elle permet également le remplacement du dirigeant si ce dernier ne satisfait pas à ses obligations fiduciaires et semble créer des responsabilités nouvelles en termes de responsabilité civile face à cette obligation fiduciaire.

Si aucune procédure de restructuration ne peut raisonnablement réussir si le débiteur est dessaisi de sa possession, ce n’est pas pour autant qu’une procédure initiée par un débiteur en possession doit nécessairement finir sans être administrée par les administrateurs en place ou par ceux qui seraient désignés et qui prennent mieux en compte l’intérêt social. On a pu écrire que les actionnaires de certaines sociétés avaient, d’abord à travers les choix stratégiques et les procédures menées, favorisé leurs propres intérêts au détriment des créanciers qui se trouvaient être, par la faillite, purgés de leurs droits. Là encore, le critère ne saurait être que la valeur liquidative dans le meilleur scénario possible ou la valeur *Going-concern* de la société.

1. La 10ème règle de droit interne à examiner au regard de la directive est delle de **l’article XX.79** qui vise à définir les pouvoirs réels du juge qui doit statuer sur un *Cram-down*. Si, en droit belge actuel, le magistrat ne possède pas ou peu de pouvoir d’appréciation en opportunité de la manière dont la restructuration est proposée aux créanciers, il pourrait en être différemment demain si la directive était transposée de manière correcte. En laissant au juge le pouvoir d’appréciation finale dans le cadre de la règle de priorité absolue, la directive transforme le juge de l’insolvabilité en un juge du *Chapter 11* américain : il est chargé d’approuver les classes, d’approuver les financements et d’approuver les plans en y intégrant une considération active et motivée de ce qui est juste.

.

# La valeur *going-concern* des actifs ou du débiteur

## Intérêt de la question

1. **L’article 1.22 14° du Code de droit économique** prévoit déjà que si une créance est reconnue extraordinaire et qu’elle porte sur un actif ou s’il s’agit d’un gage sur des créances spécifiquement gagées et que le gage ne fait pas l’objet d’une inscription au registre, sa valeur doit être évaluée au jour du jugement d’ouverture sur base d’une valeur *Going-concern*.

Cette question est devenue particulièrement brûlante depuis que le tribunal de l’Entreprise de Liège[[53]](#footnote-53) a considéré qu’un créancier qui n’avait pas de gage sur les actifs du débiteur lui-même mais bien sur les actions du débiteur (qui en cas de faillite risque d’avoir une valeur nulle) était un créancier extraordinaire sur la valeur de ces actions. Le tribunal de l’Entreprise du Brabant wallon a adopté la même position[[54]](#footnote-54).

Décisions intéressantes car elles représentent une nouvelle protection pour les créanciers, décisions importantes car elles supposent d’é*value*r la valeur *going-concern* du débiteur lui-même, ce qui est justement la valeur que la directive propose d’établir.

Importante aussi car si tous les créanciers utilisent les clauses de créances spécifiquement gagées, les clauses de réserve de propriété ou le gage externe de registre, il n’y aura plus de possibilité de réussir les PRJ accord collectif en raison de l’importance du passif extraordinaire qui ne sait pas ni être abattu ni étalé plus de 24 mois. Nous verrons que les solutions créées par la directive à l’instar du droit américain pourraient alors être la seule voie praticable.

Nous examinons donc – dans cette contribution- le sens que pourrait avoir ce concept « going-concern » et comment réaliser concrètement ce calcul de valeur avec quelle conséquence sur le droit de l’insolvabilité.

1. La notion d’évaluation *going-concern* (littéralement d’entreprise en activité). « *la valeur est un mot qui a de nombreux sens »[[55]](#footnote-55)*.

Cette valeur « *going-concern »* peut inclure la valeur de marché, la valeur pour le propriétaire vendeur, la validité d’utilité pour l’acheteur, la valeur de remplacement, le prix juste (*Fair*), la valeur intrinsèque, la valeur normale, la valeur justifiée, la valeur immédiate, la valeur potentielle à moyen terme, la valeur de vente dans un autre contexte, …

C’est en raison justement de la multiplication des notions que le Code de la faillite américain n’a pas été défini de manière stricte, la notion renvoyant à une appréciation au cas par cas du juge[[56]](#footnote-56), y compris pour un même bien pour l’application de dispositions différentes de la loi – *Fair* *market* *value* pour ouvrir la procédure[[57]](#footnote-57), valeur incidente pour la protection adéquate[[58]](#footnote-58) ou pour la valeur Fair du créancier sécurisé[[59]](#footnote-59), la valeur équivalente pour la confirmation du plan[[60]](#footnote-60) et la valeur liquidative [[61]](#footnote-61) pour la règle du *Best interest*.

La *Fair* *value* est une notion centrale mais dont l’énoncé ne suffit pas à fixer un chiffre. Elle signifie, dans la jurisprudence américaine, la valeur qui est disponible pour payer la dette dans un délai raisonnable en partant de l’idée que des acheteurs et des vendeurs existent et dans une négociation adaptée et normale à ce genre de transaction[[62]](#footnote-62).

Le Code de la faillite américain, en laissant au juge la responsabilité d’appliquer ces principes généraux à chaque cas[[63]](#footnote-63), lui donne « *carte blanche »*, ce qui a poussé les juges à construire une théorie de la valeur.

Ces principes généraux résultent des décisions cadres (nous n’en citons que quelques-unes) précisant des principes directeurs tels que :

* La valeur ne pas être inférieure à la valeur actuelle[[64]](#footnote-64) notamment établie par la réévaluation de la valeur originaire ;
* La valeur doit assurer une équitable protection tant aux créanciers sécurisés que non-sécurisés[[65]](#footnote-65) ;
* Le paiement qui n’est pas complet en raison d’ une dépréciation économique[[66]](#footnote-66) de l’actif qui ne peut être admis que si elle résulte d’une « *évidence indubitable* » ;
* La balance entre les intérêts du créancier et du débiteur doit intervenir au cas par cas sur base des faits ;
* Le calcul de la valeur doit prendre en compte la capacité future du bénéfice[[67]](#footnote-67).

Le lecteur intéressé lira l’excellent article de K. THOMAS[[68]](#footnote-68) qui cite de nombreux autres arrêt dont l’arrêt Timber[[69]](#footnote-69) qui fonde une analyse des juges du fond.

Mais comme mentionné, la « *valeur* » au cœur de différentes règles de droit dans différentes procédures peut être différente pour le même bien dans chacune de ces procédures. Citons comme procédures (dont certaines que nous examinerons ci-après) : celle de la section 101 la définition des droits de propriété intellectuelle et la définition de l’insolvabilité, de la section 362 le sursis, de la section 363 la vente des actifs, de la section 361 la protection contre la diminution de la sûreté des créanciers, de la section 547 et 548 annulation les transferts frauduleux[[70]](#footnote-70), de la section 560 fixation de la créance sécurisée, de la section 1129 la confirmation du plan et de la section 1129 *Cram-down*.

Pour illustrer l’examen de cette notion, il est intéressant de se référer à un exemple issu d’un arrêt important du 3ème Circuit[[71]](#footnote-71). Cornerstone était un créancier gagiste junior impliqué dans un *Chapter 11* de Heritage Highgate qui avait mené un vaste projet immobilier avec des gagistes séniors. Dans la procédure, le débiteur avait proposé de prouver que cet actif avait une valeur assez élevée, égale à la valeur de mise en vente du bien qui couvrait la valeur des gagistes séniors, ce qu’avait admis l’US Trustee. Les créanciers juniors prétendaient que cette valeur était trop importante[[72]](#footnote-72). Le tribunal avait retenu que la valeur de vente était plus petite que la valeur de mise en vente du bien et devait être la « *Fair market value* ». La Cour d’appel commença par rappeler le processus de preuve : c’est au débiteur à rapporter la preuve de la valeur et ensuite aux créancier de contester par des arguments factuels et des rapports cette valeur sur base de ses propres preuves. Sur base de ces éléments, la Cour rappelle que le code ne contient pas de règles d’évaluation qui lie le juge et que ce dernier doit la déterminer sur une approche « *flexible* » basée sur les situations particulières de l’affaire.

Examinons quelques type d’actifs car il y en a de multiples autres encore plus complexes à évaluer.

## Évaluation des actifs corporels

1. Objet. Les biens sujets à évaluation peuvent être des actifs corporels comme des immeubles, des machines ou du matériel d’exploitation, des stocks, des encours de fabrication, des produits finis.

Dans notre pratique, ces actifs sont évalué par un expert, un Notaire ou un Commissaire-priseur, par des expertises de valeurs souvent basées sur des comparables déduits d’une étude de marché mais, à vrai dire, aucune doctrine n’est construite pour « é*value*r » ces évaluation : sur quels critères ? sur quelle notion de la valeur ? avec quel débat ? Comment la contester ? l’établir ? Nous verrons que lorsque le débat porte sur la valeur de liquidation de ces mêmes actifs, les tribunaux eux-mêmes s’y perdent et retiennent des valeurs de faits différentes.

1. La doctrine Américaine, dans l’affaire Cornerstone, la Cour d’appel a dû départir la position des créanciers et du débiteur sur la valeur de l’actif., les uns visant une valeur de vente future (au fur et à mesure de la réalisation du projet immobilier puisque le *Chapter 11* permettait de poursuivre la réalisation du projet), les autres retenant la valeur immédiate sur le marché du bien. Dans le cas d’espèce, la cour retint la valeur de remplacement du bien similaire au même moment sans attendre la fin du projet à un moment où il n’était pas terminé. Le débat a donc porté d’abord sur le moment de l’évaluation de la valeur immédiate ou future. Pour la Cour, la valeur ne peut pas inclure la valeur future d’éventuelles ventes après le développement qui n’est que possible ou hypothétique.

Cette doctrine[[73]](#footnote-73) a été débattue puisque dans un arrêt de la Cour suprême (basé sur le *Chapter 7),* la Cour avait jugé que les créanciers ne pouvaient pas perdre la valeur créée entre l’ouverture de la procédure et la date de la vente, ce qui attribuait en tout cas une partie de la valeur future.

Les Cours d’appels n’ont pas appliqué cette règle au *Chapter 11* en estimant que dans ce cas, elles gardaient une appréciation discrétionnaire des situations qui leur étaient soumises, pouvant ou non, selon le cas, attribuer tout ou partie de la valeur future. Un second point est donc débattu : le marché de référence. Dans l’arrêt de la Cour Suprême de 2004[[74]](#footnote-74), applicable par analogie au *Chapter 11*, la Cour a utilisé le critère du « *marché efficient »*: il s’agit de la valeur selon la même opération, sur le même marché avec les mêmes caractéristiques. La Cour Suprême, dans un arrêt de 1997[[75]](#footnote-75), a retenu que la *Fair* *market* *value* pouvait être déterminée au départ du test de la valeur de remplacement définie comme « *le prix que peut avoir un acheteur sur le marché »*. Elle a appliqué ce test à des actifs en *Chapter 11*[[76]](#footnote-76).

Cette valeur dépend aussi du cadre procédural : Le débiteur qui veut vendre des actifs sans attendre la réussite du plan et pendant la procédure peut demander au juge de la faillite une motion l’y autorisant sur base de la section 363 (à défaut de réaliser cette cession dans le cadre du plan de réorganisation lui-même sur la section 1123 (a) (5), ce qu’a fait, par exemple, Pain Quotidien après la PRJ belge pour les actifs US). Le test alors utilisé est celui du « *Sound business purpose* » établit par la Cour d’appel du 2ème circuit[[77]](#footnote-77). Ce test inclut la vérification de l’intérêt des créanciers dans la perspective de la continuité des activités du débiteur, le moment de la vente et les facteurs qui augmenteraient ou diminueraient la valeur de cet actif pour conclure ou non que le prix de vente satisfait à l’intérêt fiduciaire des créanciers et dans la perspective d’un plan global. La Cour peut aussi considérer que le désintéressement de créanciers sécurisés par cette vente satisfait à la poursuite du plan.

Ce test est plus précis encore si la vente intervient dans le cadre du plan et notamment inclut cette fois le test cynique : est-ce qu’il existe un risque en n’autorisant pas la vente que « *le patient meurt sur la table »*, c’est-à-dire, est-ce que la valeur obtenue en *Chapter 7* serait inférieure[[78]](#footnote-78). Il faut donc équilibrer la vitesse de réalisation et donc la valeur obtenue avec la nécessité ou l’utilité de production de preuve qui permettrait d’approuver un plan complet.

La valeur est fixée au jour du jugement en cause[[79]](#footnote-79).

Une des questions, en lien avec la valeur et examinées par la jurisprudence, est celle de la possibilité de vendre une partie très substantielle des actifs ou la totalité de ceux-ci sans plan. La section 363 (b) autorise en effet le juge de la faillite à l’autoriser soit en raison de l’urgence[[80]](#footnote-80), ou du risque de dépérissement, ces conditions devant être prouvées plus strictement qu’en cas de vente d’actifs non-substantiels. Le juge possède cependant un pouvoir assez discrétionnaire en pouvant admettre un prix plus bas[[81]](#footnote-81). Cette autorisation demandée avant la confirmation du plan, c’est-à-dire, sans la disclosure des confirmations, les *hearing* sur la valeur, le vote et la vérification par le juge des valeurs a poussé les juges à fixer des règles : si la vente est indiquée au plan, il faudrait attendre son adoption[[82]](#footnote-82). Par contre, si le prix est « *adéquat »* et la vente faite de bonne foi, cela devrait être possible[[83]](#footnote-83) à la condition de maximaliser la valeur[[84]](#footnote-84).

Lorsqu’une cession d’actifs intervient sous la section 363, le juge demandera souvent la mise en œuvre d’une procédure ouverte d’adjudication sur base d’une « *stalking horse »[[85]](#footnote-85),* c’est-à-dire, ouverte sur d’autres candidats sur base d’offres remises par les premiers amateurs qui auront eu plus de temps pour conduire une diligence avec certaines garanties comme le remboursement des frais et un honoraire pour l’offre si, pour finir, ils ne sont pas les plus offrants. Cette méthode donne à l’actif une valeur de marché « *relative »* [[86]](#footnote-86) [[87]](#footnote-87).

1. La doctrine économique européenne[[88]](#footnote-88) a aussi étudié les différentes approches de la valeur d’un actif immobilier, d’usine ou d’équipement au départ de la différence entre la valeur comptable de ces actifs et la valeur attribuée par les juridictions.

Dans peu de cas, la valeur comptable a été considérée comme pertinente, la valeur estimée par les experts a souvent été retenue ou marginalement corrigée par le juge. L’étude met en évidence la nécessité pour les parties de se forger une opinion sur les évaluations ; la gestion du temps et le risque de liquidation ont un impact significatif sur la valeur, ce qui, pour l’auteur, conduit à devoir imposer, au moment de l’ouverture de la procédure, la production de rapport sur cette valeur puisque la valeur des comptes est « *relative* ».

Ces valeurs de vente de gré à gré n’existent cependant pas en elles-mêmes indépendamment des contraintes de marché. Elles seront des estimations avec des fourchettes basses et hautes selon les hypothèses retenues (délai de vente, en bloc ou par morceau, …). Il faudra déduire les frais de vente et actualiser la valeur. Il faudra retenir la valeur « *raisonnable* », ce qui résultera d’une opinion. Reste à savoir s’il faut déduire l’impôt latent que devra payer le débiteur sur une éventuelle plus-*value* et qui, à défaut de déduction, deviendrait un nouveau passif à charge des autres créanciers ou de l’actif du débiteur. À travers ce cas simple d’un actif corporel, on voit donc que l’évaluation est un exercice d’opinion fondé sur des hypothèses raisonnables et donc contrôlables fixant des minimas et des maximas rationnels laissés *in fine* à l’appréciation du juge, du moins à défaut pour les parties de s’entendre sur ces valeurs.

## La valeur des actifs incorporels

1. Créances. S’agissant de l’évaluation des créances sur des sociétés liées, elles-mêmes en procédure de restructuration, il ne semble pas raisonnable de soutenir que l’évaluation *Going-concern* se ferait seulement sur base de la valeur nominale basée sur l’hypothèse que la société débitrice poursuivrait sa vie « *normalement »*.

Il faudrait donc, dans ce cas, présenter et é*value*r les scénarios qui vont être mis en œuvre dans la procédure de restructuration, tant sur le plan économique que financier du débiteur, pour apprécier si, dans le meilleur scénario possible, cette créance resterait recouvrable et si oui, à hauteur de quel pourcentage. Cette évaluation prêtera le flanc à la critique dès lors que le débiteur redevable de cette créance risque de présenter des scénarios qui seront eux-mêmes à é*value*r.

S’agissant de créances contre des tiers ou contre des sociétés liées, elles devront être évaluées sur base du risque concret de non-paiement. Cette évaluation prendra en compte des ratios, des statistiques, des hypothèses et se fondera sur une opinion. Il faudra appréhender tous les éléments qui sont susceptibles d’affecter cette valeur : la compensation. La créance est-elle légalement compensable avec une dette comme c’est le cas en matière de TVA ou avec des dettes étatiques, des garanties attachées – réserve de propriété, gage sur créance spécifique, … - des couvertures - factoring, assurance-crédit, la valeur des garanties spéciales attachées aux créances.

## Propriété intellectuelle

1. Position de la question. Lorsqu’il s’agit de droits encore immatériels comme la propriété intellectuelle, la valeur de réalisation dépendra d’abord de la valeur du titre qui protège ces droits (droit d’auteur, droit au brevet, dépôt de marque), notamment en cas de faillite ou dans les procédures d’insolvabilité concernée ou de l’effectivité de leur protection concrète, de leur caractère dissociable ou indissociable, du savoir-*Fair*e détenu par les personnels qui mettaient en œuvre ces droits (à peine ceci serait-il engagé par des tiers que même la propriété intellectuelle existante n’aurait pour finir qu’une valeur relative), de la cessibilité des contrats – souvent *intuitu personae*- des risques de contrefaçon.
2. En droit Français, on se réfèrera utilement à l’ouvrage très pertinent sur la valorisation de la propriété intellectuelle dans une entreprise en difficulté[[89]](#footnote-89) car le développement de cette matière dépasse le cadre de la présente contribution.
3. En droit Américain, l’évaluation de ces actifs non tangibles est décrite comme complexe[[90]](#footnote-90). Le cas de Nortel avec près de 6000 brevets est forcément intéressant puisque la vente de celles-ci à 750.000 $, chacun a rapporté 4.5 milliards, soit bien plus que l’offre originaire de Google qui offrait 950 millions de $. Kodak ne percevait avant le *Chapter 11* que 100 millions $ de royalties, ce qui conduisait à é*value*r son portefeuille entre 2.2 et 2.6 milliards. C’est sur base de cette valeur réévaluée après *Chapter 11* à 3 milliards que Kodak a obtenu un *DIP* *financing* et a pu réussir sa procédure.

Des méthodes particulières telles que l’*income approach ( basée sur les revenus que va générer le droit)*, l’*asset coast approach( basée sur le cout à exposer pour disposer des même droits)*, la *market approach* ( méthode des comparables) sont décrites en droit américain [[91]](#footnote-91)selon le type d’actifs et servent de base aux décisions du juge.

La valeur de liquidation est calculée sur une décote entre 30 et 90 %. La valeur de ce genre d’*assets* est selon la doctrine à décoter entre 2% et 5% par mois d’inutilisation.

Des exemple illustre la différence entre ces deux valeurs : City stores a dû transformer son *Chapter 11* en *Chapter 7* et Systemax a acquis ses droits intellectuels pour 14 millions $ ce qui lui a permis de réaliser en 2008 67 millions $ de vente.

La valorisation d’un droit intellectuel opposable et transférable, en cas de procédure d’insolvabilité, peut se calculer sur des comparables lorsque c’est possible (mais cela l’est rarement) ou sur la valeur de rendement que ces droits permettent de générer en affectant un pourcentage plus ou moins grand, selon les cas d’espèces, à la propriété intellectuelle ou aux autres facteurs de production. La valeur de rendement peut se calculer comme la valeur d’entreprise sur base de l’actualisation des flux financier futurs mais en intégrant une prime de risque liée à l’obsolescence inventive, à la contrefaçon, à l’existence d’autres procédés aboutissant au même résultat, à l’absence de protection des droits ou au caractère restreint du marché de l’achat de droits intellectuels.

La 1ère question à laquelle est soumis le juge est l’appréciation juridique des effets des droits sécurisés des parties et des effets de la loi sur l’insolvabilité sur chaque actif de cette nature puisque les règles spécifiques régissant chaque type de droit sont différentes[[92]](#footnote-92). La méthode d’évaluation de ces droits « *incertains* » se base donc sur une valeur de marché diminuée d’une décote d’incertitude comparée à la valeur de comparable. La valeur de remplacement est utilisée comme référence. Il faut cependant impacter cette valeur d’une décote ou surcote « *technologique »* en fonction de l’intérêt compétitif que peut avoir ce que recouvre ce droit[[93]](#footnote-93). Reste à é*value*r les effets que le temps a sur la valeur du droit, par exemple, en matière de marque[[94]](#footnote-94), la valeur de liquidation implique des décotes entre 30 et 90%.

Cette évaluation a souvent lieu au début de la procédure ou pour établir la valeur de créances sécurisées pour fonder un *DIP* *financing* ou un examen de la protection des droits sur base d’une « *monétisation* » de ces actifs. Ces actifs sont appréciés par les *DIP* *financing*[[95]](#footnote-95).

## La valeur des actions des sociétés cotées

1. Position de la question : Dans la situation où une société est cotée sur un marché boursier liquide et actif et que les opérations sur son titre sont normales, on peut penser que le cours de ses actions qui s’apprécie au départ d’un cours moyen pondéré , éventuellement décoté en raison de la difficulté de vendre en un bloc toutes les actions de l’entreprise , représente , à travers la capitalisation boursière, la valeur de l’entreprise. C’est le référentiel utilisé pour des opérations de recapitalisation. C’est en tout cas, pour des actions la valeur actuelle de remplacement. C’est aussi la valeur sur le marché.

Lorsque l’entreprise cotée rencontre des difficultés son cours baisse parfois bien plus vite que la réalité de ses difficultés ou de ses résultats. Ce cours est alors le reflet de l’émotion créé par ses difficultés dans la psychologie des acheteurs et des vendeurs laquelle intègre le contexte global, l’histoire de l’entreprise, la communication antérieure qu’elle a faite, la confiance très subjective dans le management, …

Reste le dernier cas, le plus intéressant pour ce qui suit, à savoir le cas où l’entreprise cotée recourt à une procédure d’insolvabilité ou de *Pre-Insolvency* parfois très légère comme un *Schème ou une conciliation* , parfois secrète parfois publique comme une sauvegarde en France ou une PRJ en Belgique, parfois plus forte notamment parce que dépendante d’actifs et d’activités à l’étranger dépendant éventuellement de procédure étrangères ( règlement 2015/848 ou *Chapter 15* ou loi Uncitral). Dans ce cas, le cours peut être suspendu ou la valeur retirée de la cote même si elle peut encore *Fair*e l’objet de transactions. Dans ce cas, le prix d’achat des titres représente plus la spéculation des acheteurs et des vendeurs sur le devenir de cette procédure et en particulier et souvent sur leurs droits d’actionnaires.

1. Nous avons réalisé une étude imitée et non scientifique au départ d’entreprises Française et belges. Notre but était de vérifier dans un panel d’entreprises qui sont passées par des restructurations publiques alors qu’elles étaient et sont toujours cotée si la valeur de l’entreprise cotée peut se déduire de son cours et si le cours est un comparable utile lors de l’évaluation d’une entreprise. Ce travail devrait être fait par des chercheurs en économie et économétrie statistique sur une base de donnée plus large et sur des critères plus nombreux mais cette ébauche peut aider à l’analyse. La base de donnée étudiée comprenait 15 entités cotées.

La première était CGG[[96]](#footnote-96). CGG figure parmi les premiers fournisseurs mondiaux de services et produits géophysiques destinés aux compagnies pétrolières et gazières. Le CA par activité se répartit comme suit : - prestations de services géophysiques (68,5%) : prestations d'enregistrement, de traitement et d'interprétation de données sismiques terrestres et marines ; - fabrication d'équipements sismiques (31,5%) : notamment appareils d'enregistrement et de transmission, vibrateurs d'acquisition de données sismiques, logiciels de traitement et d'interprétation des données, etc. La répartition géographique du CA est la suivante : Europe-Afrique-Moyen Orient (36,1%), Amérique du Nord (27,7%), Asie-Pacifique (22,9%) et Amérique latine (13,3%). Suite à un endettement résultant de pertes conjecturelles depuis 2013, une procédure de sauvegarde a été ouverte à Paris et un *Chapter 11* et *15* aux Etats-Unis pour les quinze sociétés d’un périmètre défini sur la totalité du groupe en septembre 2017 après qu’une procédure de mandat *ad hoc* ait été menée en secret [[97]](#footnote-97).

Son cours d’introduction en 1992 était de 100 EUR, montant en aout 2007 à 201 euros, tombé à 16.99 EUR au 31 décembre 2015, à 5.51 EUR au 31 décembre 2016 et à 1.81 EUR le 14 juin 2017 date de l’ouverture de la sauvegarde, Il était encore de 1.53 en décembre 2017 date de l’augmentation de capital dont question ci-après devenu 2.95 en février 2020.

Dans le cadre de la restructuration en décembre 2017, le prix de souscription d’une augmentation de capital en numéraire a été fixé à 1.56 mais avec un prix de conversion pour les Seniors notes de 3.12, les obligations de 10.26 € avec émissions de bons de souscriptions d’actions pour les apports en numéraires et la conversion de la senior note sur base d’une valeur d’entreprise fixée à 2 milliards d’Euros post restructuration. Ont été converties en actions une dette de 1.5 milliards $ de *Yield*, 360 millions d’EUR d’obligations dans le cadre du maintien et de l’extension de maturité d’une dette de 800 millions $ et d’une augmentation de capital en numéraire de 126 millions $, du paiement d’intérêts en cash pour 5 millions $ avec une clause de retour à meilleure fortune ce qui apportait au groupe 500 millions $ de cash et une réduction de dette de l’ordre de 2 milliard $. Un rapport d’expert indépendant s’est prononcé sur le caractère équitable de la restructuration, l’échec du plan provoquant quasi certainement le démantèlement du groupe dans les procédures de redressement judiciaires ou de liquidation ou *Chapter 7* ce qui entrainait la perte de toute valeur pour les actionnaires et les créanciers non sécurisé et une perte pour les sécurisé. La dette convertie représentant 20 fois la capitalisation boursière du moment. Les actionnaires ont dû subir une dilution qui ramenait leurs droits à 3.1% ou à 21.9% selon leur attitude. Les créanciers opérationnels ont pu être payés.

Elle était cotée le 17 février 2020 à 3 EUR pour une valeur d’entreprise de plus de 3 milliards. A ce jour, frappée par la crise, son cours est de 0.56€ pour une valorisation de 400 millions.

Les seconde et troisième sont Casino, chaîne de grands magasins et sa maison mère Rallye placée en sauvegarde. Pour développer son activité, l’actionnaire a utilisé une cascade de sociétés jouant sur l’effet levier à base d’endettements en bourse et d’endettements obligataires en mettant en garantie les actions de Casino et de deux autres filiales d’exploitation de grands magasins (Go sport et une autre). Dès que la société cible connait une baisse de croissance, les revenus distribuables ne suffisent plus à payer la dette ou oblige à exagérer les dividendes distribués en mettant en difficulté les sociétés opérationnelles en se mettant alors à la limite de l’abus de bien social.

Fin 2018, Rallye (holding) avait vu sa dette de 2,9 milliards et les holdings supérieures de 400 millions qui n’étaient plus « *couvertes* » par la valeur des actions casino qui avaient baissé de cours en 5 ans passant de 58€ à 23€. Le chiffre d’affaire avait baissé de 5% et le bénéfice de 26% en raison de difficultés conjoncturelles et de l’implantation au brésil. La sauvegarde a suspendu le paiement de la dette appelée « *appel de marge* ».

Le plan a été approuvé le 28 février 2020. Le document déposé à l’AMF établit un vote à 71% de tous les créanciers, dont 100% des créanciers sécurisés (1.357 millions) et 46% des créanciers non-sécurisés (720 millions). Le cours de Rallye au 28/02/2020 était de 5,19. Il est descendu à 4,86 le 13/03 pour remonter à 9,13 le 16/06/2020 avant de redescendre à 3,540 à ce jour. Le cours de Casino était de 35,19 au 28/02/2020 pour être à ce jour de 20,38.

Ainsi, ces sociétés avaient un cours peu de temps avant la sauvegarde dont les causes étaient assez anciennes et assez haut (Casino 05/03/2019 : 45,6, Rallye 05/03/2019 : 8,32) et ont conservé durant toute la procédure un cours qui s’est plutôt redressé.

Les sociétés suivantes sont Alpha MOS, Avenir Telecom, Enensys, Europlasma, PArtouche, Kalray, Neavacs, Solocal, Spineguard , Acadomia qui ont tenu des procédures de PRJ ou RJ, sauveagrde ou conciliation et qui ont continuées à être cotée

Les dernières étaient la société Belge Hamon (cours 26/11/2015 : 2,815, cours 16/09/2019 : 0,213, cours de ce jour : 1,51) et Nyrstar

Plusieurs conclusions sautent aux yeux : Le cours de l’entreprise dans la période parfois assez longue- antérieure à l’annonce de sa procédure a baissé soit rapidement soit progressivement sur base des informations qui sont souvent à la base de la procédure. Le cours dans une période de temps équivalente à la procédure reste bas ou très bas mais des transactions continuent à ce réaliser. Le cours de fin de procédure sert souvent à des opérations de conversion en capital ou de recapitalisation même i parfois ces opérations se font à un prix plus petit que celui du cours « normal » . le cours remonte mais ne parvient souvent pas à remontrer très rapidement et n’atteint plus les niveaux de valorisation antérieures ; Au moindres difficultés, le cours est affecté par un manque de confiance.

Le cours ne représente donc pas totalement la valeur de l’entreprise, mais son prix dans son contexte et son histoire et sur un marché soumis à l’émotion.

1. La valeur des actions de sociétés cotées aux Etats-Unis est intéressante si l’on cherche la valeur de l’entreprise : j’ai aussi regardé le cours des actions de Intelsat, JC peney, Chesapeake, Kodak ou Hertz qui ont conduit des *Chapter 11.*

Un article précise [[98]](#footnote-98)«  Hertz a cherché à vendre jusqu’à 1 milliard de dollars en actions dans une démarche sans précédent pour une entreprise dont la solvabilité est mise en doute. Cette trésorerie aiderait à financer le processus de réorganisation de l’entreprise et remplacerait le prêt senior traditionnel utilisé par la plupart des entreprises dans les procédures du chapitre 11. Les actions de Hertz ont atteint 5,53 $ lundi, ce qui implique une valeur de marché supérieure à 700 millions de dollars, alors même que ses obligations se négociaient à des niveaux très perturbés en dessous de 40 cents sur le dollar. À de tels niveaux, les actionnaires sont généralement anéantis. L’intensification des échanges et la hausse du cours des actions « *présentent une opportunité unique pour les débiteurs de lever des capitaux à des conditions bien supérieures à tout financement de débiteur en possession* », a écrit la société, notant que les capitaux propres seraient exempts de clauses restrictives qui, généralement, entreprises enchaînées dans le processus du chapitre 11. La société a une dette de 18 milliards de dollars, principalement en obligations garanties contre ses centaines de milliers de véhicules. Une forte baisse des prix des voitures d’occasion l’a obligée à effectuer des paiements supplémentaires aux détenteurs d’obligations au moment même où ses entrées de trésorerie se tarissaient. Hertz estime disposer d’environ 250 millions d’actions non émises qu’elle souhaite commercialiser. Le tribunal de faillite du Delaware devrait examiner la requête. Les actions de Hertz ont perdu les quatre cinquièmes de leur valeur après la mise en faillite du groupe, mais se sont rétablies après une vague d’intérêt de la part des investisseurs particuliers dans le titre baissier. La frénésie d’achat a conduit le titre à gagner plus de 800% lundi par rapport au creux du 26 mai, le premier jour de bourse après son dépôt au chapitre 11. Depuis lors, le titre a fléchi de près des deux tiers et a clôturé jeudi à 2,06 $, bien au-dessus du nadir de 0,56 $ qu’il avait atteint le mois dernier. D’autres sociétés en difficulté, dont JC Penney, Whiting Petroleum et Chesapeake Energy, ont connu une volatilité similaire.

Pour JC PENNEY , l’action n’avait perdu que 29 % avec l’annonce du *Chapter 11* tombant à 1.1123 . Elle était peu de temps avant à 1.1889. Au 10/10, elle était cependant à 0.251 soit une plus-*value* de plus de 100 % depuis la date de la demande de *Chapter 11*

L’exemple de American Airlines est intéressant. Au moment de la demande, une action valait en bourse 0.20 $. Elle valait juste avant la crise du Corona près de 28 $. General Grotw Propreties a permis à ses actionnaires qui ont acquis l’action au jour de la demande de *Chapter 11* une plus-value de 256 %.

Il faut se souvenir qu’aux Etats-Unis, une société cotée demandant le *Chapter 11* passe de la cote classique au marché des OTC (over-the-couter) qui un marché moins transparent. On ajoute d’ailleurs devant le code de l’action : le code Q.

Mais la valeur des actions ainsi achetées – aux Etats-Unis, compte-tenu des règles du *Chapter 11* qui permet d’écraser l’actionnaire ancien, est en réalité la spéculation de la réussite ou non d’un plan *Chapter 11* qui laisserait une valeur[[99]](#footnote-99). Ce n’est plus la valeur de l’entreprise que le prix représente mais le prix de la spéculation sans le plan.

Ceci étant, il a été démontré que le prix des actions d’une société cotée qui n’était pas en *Chapter 11* n’était pas non plus la représentation de la valeur de l’entreprise.

Des auteurs américains[[100]](#footnote-100) ont étudié avec attention l’évolution du cours des actions cotées y compris lorsqu’elles se négocient sur le OTC, au départ de 602 cas de 1998 à 2006. Cet examen pouvait aussi fonder des critiques envers la règle de priorité absolue s’il était ressorti que la valeur de l’entreprise après restructuration se trouvait être très différente que la valeur retenue pour la règle de priorité absolue. Au départ de nombreuses études économique et de la base de données, l’étude constate d’abord que 227 cas ont dû être convertis en *Chapter 7*, 260 se sont réorganisées tandis que 64 ont été cédées et 33 ont pu renoncer à leur procédure soit un taux de réussite de près de 60%. Entre 60 et 70% de ces actions restaient traitées en OTC plus de 50 jours après l’ouverture de la procédure. L’auteur examine la valeur de cotation des actions aux différents moments. Il constate bien plus de transactions que ce que l’on peut s’attendre créant une valeur certaine, assez signifiante.

Un autre auteur[[101]](#footnote-101) a recherché la valeur des actions des sociétés qui sortaient de la procédure. Ses conclusions sont intéressantes en ce qu’elles confirment à la fois une cohérence de valeur d’entreprise avec celle arbitrée et une évolution du cours et de la valeur ressentie par l’investisseur. Un troisième auteur a examiné à la fois la performance de ce entreprises mais aussi le comportement de l’investisseur intervenant dans ces entreprises[[102]](#footnote-102). Il a pu démontrer que la qualité des prévisions faites dans la procédure était en ligne avec les performances post procédure.

1. Ceci étant, le cours ne représente pas toujours la valeur même pour des entreprises qui sont très rentables. Une étude très intéressante[[103]](#footnote-103)démontre que la valeur « *évaluée »* de l’entreprise High Tech est presque toujours inférieure au prix payé en bourse. Cette étude se base sur les trois méthodes reconnues pour les sociétés cotées (DCF, Multiple, Schwartz & Moon) sur base de la valeur de Facebook introduite sur le Nasdaq en mai 2012 à 38 $ valorisent l’entreprise à 100 milliards de $. L’étude applique les méthodes d’évaluation à Facebook (approche analogique, option réelle) et se base sur une approche de comparable fondée sur accentue, Adobe, EBay, Google, IBM, Intel, Microsoft, Yahoo, Henkel Packaert et Lexmark) en examinant les paramètres de valorisation de celle-ci comme ceci :

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Min. | Max. | Moyenne | Ecart |
| Prix | 7,63 | 691,31 | 63 | 110,23 |
| Multiple | 1,37 | 229,16 | 52,32 | 55,07 |
| DCF | -4,32 | 1574,26 | 97,42 | 199,27 |
| Schwartz | 0,36 | 1993,69 | 137,52 | 270,56 |

L’étude compare alors la valorisation selon les méthodes avec la valorisation boursière.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Multiple du chiffre d’affaires | | Discounted Cash-flow | | Schwartz et Moon (2001 | |
|  | Moyenne | Valeur-p | Moyenne | Valeur-p | Moyenne | Valeur-p |
| Accenture | 57,43% | 91,30% | 66,52% | 81,44% | 161,80% | 86,98% |
| Adobe | -43,61 | 87,71% | 30,98% | 57,69% | -40,11% | 83,07% |
| Amazon | 11,31% | 20,35% | -23,23% | 32,41% | 958,46% | 78,63% |
| Apple | 77,17% | 63,54% | 233,58% | 54,81% | 427,18% | 68,42% |
| Cisco | -38,05% | 84,50% | 30,95% | 54,68% | -48,45% | 83,01% |
| Dell | 157,84% | 80,50% | 97,10% | 57,86% | 198,95% | 78,99% |
| EBay | -69,38% | 92,86% | -3,43% | 0,01% | -10,89% | 15,79% |
| Google | -75,48% | 96,74% | 33,61% | 28,46% | -13,62% | 26,96% |

La conclusion est claire pour ce secteur économique.

Le résultat des tests statistiques montre que les modèles théoriques, même complexes, appréhendent mal la valeur de marché des entreprises technologiques. Le marché boursier intègre des facteurs qui dépassent la réalité comptable et les fondamentaux économiques et financiers étudiés. Le Prix/Book moyen de 4,6 montre que la valeur n’est pas dans le bilan mais dans des facteurs externes immatériels (le personnel, l’image de marque, le pouvoir de marché, les bases de données, le trafic, les logiciels).

L’auteur critique les méthodes :

* Celle des multiples dépend trop de l’homogénéité de l’entreprise, de l’indice choisi. Le concept de comparable est subjectif puisqu’il faut, en soi et en pratique, établir ce qui est comparable. Or, deux entreprises ne sont pas comparables[[104]](#footnote-104). L’écart, par exemple, si on écoute EBay, Boyle et Microsoft est de plus de 10% ;
* Celle du DCF dépend trop de l’analyse financière et stratégique retenue comme support. Ces hypothèses sont aussi subjectives. Si la valorisation n’est pas éloignée, elle peut rester très différente.

Ceci peut provoquer[[105]](#footnote-105) des surévaluations par excès d’optimisme en spéculant sur l’approche psychologique (finance comportementale)[[106]](#footnote-106) qui ne prennent pas assez en compte la situation économique ou des sous-évaluations. Les auteurs recommandent donc un processus intégrant toutes les méthodes et une approche factuelle sur base rationnelle en fonction du contexte économique.

Aucune méthode ne donne donc la vraie valeur, c’est-à-dire, le prix des transactions. La valeur de Twitter a augmenté le jour d’introduction de 72,7% par rapport à la valeur évaluée de 26$. Celle de Facebook a diminué après un an de 38$ à 17$ pour ne remonter à 38$ qu’un an après. Le prix n’est pas la valeur et la valeur n’est pas le prix.

Cette étude mentionne les paramètre qu’elle retient pour calculer le WAAC ( voir-ci-après) ce qui peut avoir une importance pour les conclusions à déduire de cette étude et des suivantes : prime de risque de 6,01% (calculée sur la différence entre la moyenne du rendement de l’indice S&P 500 et le taux d’intérêt des bons du trésor, un Beta de 1,17 sur base de Bloomberg, taux sans risque de 1,85%.

Ce coût du capital a été étudié en détail[[107]](#footnote-107) en liaison avec la notion de « *juste valeur »* fixe par les Normes IFRS. Son calcul est comme connu[[108]](#footnote-108) puisque d’après une étude, 91% des entreprises réalisant plus d’un milliard se basent sur cette méthode.

Le coût du capital est un exercice concret, propre à chaque entreprise, qui peut générer des erreurs importantes. La formule générale prend en compte des paramètres bien décrits, notamment dans cette contribution, comme le taux sans risque, la prime de risque, le coût de l’endettement, le taux d’imposition, le ratio de levier fonds emprunté/fonds propres, la période choisie d’estimation, l’indice de marge, la fréquence des rendements (les trois dernier le B disponible).

L’étude reprend ce que la littérature retient comme prime de risque de marché en 2013.

Par sondage Fernandez 5,5%

Prime implicite Damodaran 5,78%

Ibbotson 6%

Bloomberg 8,34%

S&P 8,48%

L’auteur analyse les autres paramètres. La littérature expose donc, en effet, des paramètres utilisables ; L’auteur conclut :

* Le CMPC (WAAC) est un concept non parfaitement mesurable. Il renvoie à des fourchettes de valeur sur base d’hypothèses raisonnables ;
* Le WAAC dépend de la qualité des données économiques produites et de la cohérence des chiffres retenus aux faits d’espèce.

1. La valorisation théorique d’une société cotée est bien connue de la doctrine internationale que d’ailleurs Belge [[109]](#footnote-109). Dans cette thèse, l’auteur Belge rappelle tout d’abord que la méthode doit être « en harmonie avec les spécificités de la société et son secteur d’activité »[[110]](#footnote-110). Pour une entreprise cotée la méthode d’actualisation sur base du cout des fonds propres des dividendes à l’infini est décrite par la doctrine[[111]](#footnote-111). La méthode des résultats résiduels qui consiste à majorer la valeur comptable des fonds propres d’un excès de valeur censé représenter les bénéfices anormaux par la suite des avantages acquis est décrite et admise [[112]](#footnote-112). La méthode du *Discounted Cash-flow* actualise sur base du cout du capital les flux futurs [[113]](#footnote-113) est présentée comme pertinente au point de devoir être utilisée au moins comme référence. La formule de l’actif net réé*value* sur base des plus-*value* latente peut s’appliquer à certaines entreprises particulière[[114]](#footnote-114) et enfin la méthode des comparable doit toujours être mise en œuvre à titre de validation ou de correction.

La méthode des multiples qui consiste à dériver la valeur sur base de l’observation de certains multiples clés moyens ou médians de sociétés du même secteur est parfois pertinente[[115]](#footnote-115) même si sa pertinence tient à la qualité de la comparaison entre les entreprise puisque rarement deux entreprises de ce type sont identiques. Sur ces base, la pratique a établi des ratios utilisables comme premier indice comme le ration de profitabilité très utilisé [[116]](#footnote-116)ou la valeur de l’entreprise (EV) se référé à d’autres paramètres soit dans ce ratio EV/ EBITDA ou EV / EBIT, le ratio Prix soit la capitalisation boursière par le chiffre d’affaire ( P/S), le ratio *Price to Book* qui se base sur la division de la capitalisation boursière sur les capitaux propres, le ration P/E *Price Learning* qui divise la capitalisation boursière par les bénéfice. Mais ces méthodes de multiples et de ration sont des raccourcis car elles é*value*nt le passé et pas le futur [[117]](#footnote-117)

Même en prenant la méthode des comparables, le risque est grand de ne pas être adéquat : même deux entreprises comparable en termes économique ou même financiers peuvent ne pas connaitre au même moment les mes difficultés , disposer des mêmes capacité de se redresser ou de se restructurer – avec ou sans procédure, et la valeur incorporelle de son management et des équipes qui la conseille influenceront grandement son destin et partant sa capacité de capter la confiance de ces clients, fournisseurs et dispensateurs de crédit[[118]](#footnote-118)

On reviendra dans la section relative aux entreprises non cotées à ces méthode de valorisation qui peuvent être utilisées tant pour les entreprises coptées que non cotées.

1. Reste à déduire de ces valorisation « *une valeur* ». Or, dans le monde financier et en particulier le monde des entreprises cotées, cette notion n’est pas univoque.

La doctrine financière distingue d’abord la « *Fair* *value* » qui est « *dérivée de la valorisation d’actifs et de passifs sur base d’une estimation de leurs valeurs de marché et à défaut d’une telle valeur jugée pertinente d’une valeur calculée par la somme actualisée des flux de trésorerie attendus de leurs utilisation soit l’anticipation des perspective futures ou encore la somme des valeurs que pourrait prendre l’entreprise dans chacun des scénarios d’avenu possible , pondéré par leurs probabilité respective d’occurrence* » [[119]](#footnote-119).

La valeur d’investissement (*Investment* *value*) correspond à la valeur concrète admise par un investisseur pour réaliser un investissement de New Money[[120]](#footnote-120) qui se déduit de la valeur de marché à laquelle est ajoutée la valeur liée aux besoins spécifiques de l’investisseur (par exemple, sa spéculation sur la valeur future hors la rentabilité usuelle des OLO, ou les synergies opérationnels ou financières) qui représente le prix qu’est prêt à payer l’investisseur tout en intégrant dans ce prix la rémunération qu’il en attend (notamment à travers le WAAC). C’est une valeur propre à chaque opération, à chaque investisseur ou à chaque contexte[[121]](#footnote-121).

La valeur du cours de bourse n’est donc qu’une valeur de référence.

La valeur et le prix sont donc des notions fondamentalement différentes[[122]](#footnote-122), la valeur correspond à une appréciation d’un prix de marché à un moment donné sur base d’éléments internes à l’entreprises mais aussi externes à elle tandis que le prix résulte de la négociation entre un acheteur déterminé et un vendeur déterminé en fonction de ce qui les détermine d’acheter et de vendre [[123]](#footnote-123).

1. Valeur d’entreprise et valeur dans la procédure. La jurisprudence américaine[[124]](#footnote-124) exprimée par le juge Clarck est qu’il faut prendre en compte la valeur subjective du marché, c’est-à-dire, celle qui sera celle au jour où la procédure sera terminée[[125]](#footnote-125). Le principe est de rechercher la valeur «*Fair* », c’est-à-dire, la valeur que l’on peut normalement réaliser de manière correcte, au besoin en prenant du temps ou en recherchant le candidat idéal[[126]](#footnote-126). Ce ne serait donc pas la valeur du Cours qui ne représenterait pas cette valeur.

## La valeur des actions non cotées

### **Partie théorique**

1. Méthodologie standard. L’Institut des réviseur d’entreprise[[127]](#footnote-127) décrit les différentes méthodes comme, par exemple, la méthode patrimoniale, la méthode des comparables et la méthode du rendement, puis décrit la méthode dite du *Discount cash-flow* (DCF).

Cette méthode est celle utilisée en premier examen par les juges américains comme nous l’examinons ci-après. C’est d’ailleurs logique puisque, lors d’une restructuration des activités, la valeur n’est pas souvent absolument cohérente (mais pas toujours) avec des flux passés mais bien plus en lien avec des flux futurs différents, des flux passés en raison de l’élimination de dettes ou de délais de paiement différents, du renforcement des fonds propres et donc aussi du fonds de roulement, de la modification du périmètre des activités et donc des charges pesant sur la rentabilité et aussi sur les perspectives de développement. Ceci ne veut pas dire que d’autres méthodes, notamment face à des PME dont la restructuration conduit à des modifications moins divergentes du modèle du passé, ne sont pas pertinente dans certains cas d’espèce. Nous y reviendrons.

S’agissant de la méthode DCF, l’IRE mentionne :

*Cette méthode part du principe que l’entreprise vaut par ce qu’elle va rapporter, en se basant sur l’actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles. Cette méthode consiste à déterminer les flux monétaires futurs les plus probables et à trouver la valeur actuelle en les actualisant à la date de l'évaluation. Dans le cadre d’une transaction, le montant ainsi déterminé correspond au prix qu’un acquéreur devrait accepter de payer pour un investissement donné, puisque cet investissement lui permettra de couvrir le coût des dettes et fonds propres qu’il engage. Dans cette approche, la valeur d’entreprise (VE) correspond à la somme de ses cash-flows disponibles prévisionnels actualisés à un taux d'actualisation.*

*Il y a deux périodes à distinguer : la première est la période de projection, la deuxième période est la période restante, car même après la période de projection, l'entreprise continue à générer des flux de trésorerie influençant la valeur. Vous trouverez également les calculs des flux de trésorerie actualisés dans la présentation du Prof. Tom Vanacker, Université de Gand, portant sur « Les différentes méthodes d'évaluation », lors de la journée d’études organisée le 23 octobre 2014 par l’IRE[[128]](#footnote-128) illustré sur le site de l’IRE.*

*Certains entreprises ou projets sont entièrement financés par des fonds propres, d'autres sont partiellement financés par des fonds propres et partiellement par des fonds étrangers. Ceci impacte le taux d'actualisation. Pour le DCF des fonds propres, on tient compte des flux de trésorerie disponibles attribuables aux fonds propres (FCFE) multiplié par un taux d’actualisation. Ceci est retenu dans le modèle CAPM (capital asset pricing model). Le taux d’actualisation utilisé est le taux d’intérêt sans risque augmenté d’une prime de risque du marché. Le prime de risque du marché est le produit du coefficient bêta fois une prime de risque. Le bêta représente le risque systématique sectoriel et le taux de rentabilité du marché moins le taux d'intérêt sans risque. D’autres primes de risque sont ajoutées pour les PME.  
  
La valeur de l’entreprise est déterminée par les flux de trésorerie disponibles attribuables aux fonds propres et aux fonds étrangers actualisés par un coût moyen pondéré du capital ( CMPC) Le CMPC ou le coût moyen pondéré du capital est calculé par la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et de capital externe à «peser» sur la base de la part que chaque type de capital détient dans le financement global de l'entreprise. Pour la moyenne pondérée, il n’est tenu compte que des dettes portant intérêts. En outre, on peut partir de la structure de l’investissement futur et le coût des dettes portant intérêts.*

*Cette méthode est souvent considérée comme la plus pertinente car elle intègre des éléments stratégiques et économiques, des perspectives de développement et une exigence de rentabilité des investisseurs. Ceci nécessite un diagnostic pertinent sur les perspectives annoncées, ainsi que des données nécessaires au calcul de valorisation (flux de trésorerie, valeur terminale, coût moyen pondéré du capital).*

Certaines restructurations d’entreprises – comme celles se limitant à vouloir abattre le passif sans véritable restructuration économique - conduisent à des business plans parfois assez comparables avec l’exploitation passée qui reste alors pertinente ou avec une exploitation de concurrents qui ne subissent pas les mêmes difficultés et peuvent être l’objet d’une évaluation par comparables ou sur des bases patrimoniales ou sur d’autres méthodes.

C’est pour cette raison qu’avec l’IRE [[129]](#footnote-129), il faut conclure que :

*L'évaluation d'une entreprise est subjective et les méthodes d'évaluation d'entreprise sont nombreuses et variées. Par conséquent, il est intéressant de comparer les différentes valeurs obtenues pour avoir une vue d'ensemble de l'entreprise étudiée. A partir de ce constat, on peut examiner quelles méthodes d'évaluation. sont les plus appropriées et la pondération à donner à chaque méthode pour arriver à une valeur définitive ou une fourchette de valeurs.  
  
Les modèles DCF, dans lesquels une concordance entre les flux de trésorerie adéquats et le taux d'actualisation et le taux de croissance est faite, sont souvent considérés comme étant les plus appropriés. Une attention particulière doit cependant être apportée à l'outil de calcul parce que la comptabilité, et le principe de prudence de la loi comptable ne reflètent pas toujours les valeurs de la réalité économique Un prix est subjectif et le résultat des négociations entre parties. Ce prix peut diverger de la valeur à cause des objectifs de l'acheteur, p. ex. de la synergie, l'importance du paquet des actions ou autres.*

1. Cet exercice d’évaluation est réalisé par le juge en droit belge. Le Code des sociétés (article 640) réserve déjà au juge le soin d’apprécier quel est le prix d’une entreprise lorsqu’il prononce l’exclusion d’un associé sur base des dispositions du Code des sociétés.

Les tribunaux ont donc dû é*value*r la valeur de réalisation *going-concern* d’actions. Le Tribunal de l’Entreprise du Brabant Wallon[[130]](#footnote-130) a, par exemple, consacré le rapport d’un expert qui, dans le cadre d’une société dégageant un EBIT de 319.220€ et un EBITDA de 239.415€, avait décrit des méthodes d’évaluation envisageables. Il s’agissait d’une entreprise assez ancienne (ayant donc un passé que l’on peut juger pertinent) très bénéficiaire et en pleine maturité.

L’expert écrivait :

*« Les méthodes de valorisations d’actions de sociétés sont nombreuses : elles varient selon le temps, le lieu et les circonstances. Il n’y a pas de méthode absolue dont on pourrait dire qu’elle s’appliquerait en toute circonstance.*

*Il n’est pas nécessaire d’aborder en détail ici la discussion entre la valeur et le prix d’une société ou de ses actions. La valeur rencontre-t-elle le prix payé ? C’est probable pour autant que l’on se limite aux aspects financiers de la valeur d’une société, sans tenir compte d’éléments personnels (émotionnels, liés à l’expérience, au potentiel spécifique…). En effet, ceux-ci peuvent inciter l’acheteur à payer plus que la valeur calculée pas les méthodes financières pour des raisons personnelles, tout comme d’autres raisons peuvent inciter le vendeur à baisser son prix pour des raisons qui lui sont propres. Le prix identique pour l’acheteur et le vendeur, peut alors différer de la valeur. Cette discussion n’a pas lieu d’être en expertise judiciaire, le Tribunal confiant la mission à un expert d’évaluer des actions sur base des informations dont il aura pu disposer.*

*Il est courant de répartir les méthodes d’évaluations d’actions selon trois approches au sein desquelles plusieurs méthodes sont regroupées.*

*La 1ère approche valorise le passé de la société, à savoir la valeur qu’elle accumula depuis sa constitution jusqu’à la date d’évaluation ou la clôture comptable la plus proche. C’est donc sa valeur patrimoniale. Cette catégorie inclut essentiellement la valorisation de l’actif net comptable, éventuellement corrigé lorsque des éléments inscrits ou non à l’actif ou au passif de la société ont une valeur économique de marché différente de celle inscrite dans les comptes de la société les possédant.*

*D’autres méthodes extrapolent le futur sur base du passé de la société évaluée. Elles consistent à extraire un ou plusieurs indicateurs des comptes annuels, donc du passé, éventuellement corrigés d’éléments extracomptables, et à les multiplier par un facteur pour déterminer ce que la société devrait générer comme richesse dans le futur et partant sa valeur.*

*Les principaux critères sont historiquement le chiffre d’*affaire*s, la rémunération des dirigeants, les bénéfices d’exploitation, courant, net avant ou après impôts et le cash-flow. S’y ajoutent ces dernières années, à l’origine des évaluations boursières et anglo-saxonnes, des soldes intermédiaires qui ne sont pas figés tels quels par le PCMN belge (plan comptable minimum normalisé), à l’inverse par exemple du résultat d’exploitation ou du bénéfice courant.*

*Ces ponts de repères plus récents sont, d’une part, l’EBIT (Warnings Bifore Interest and Taxes) qui se rapproche de notre bénéfice d’exploitation (rubrique 9901 du PCMN) étant la marge brute minorée des services et biens divers (classe 61), frais de personnel (classe 62), amortissements ainsi que les provisions (classe 63) et autres charges d’exploitation (classe 64).*

*Une fois l’indicateur ou la formule sélectionnée, la 2ème étape consiste à y appliquer un multiplicateur motivé par les caractéristiques et l’environnement propres à l’entreprise évaluée et à la transaction envisagée.*

*Étant donné que chaque méthode peut conduire à des valeurs excessives ou peu représentatives, il est d »’usage d’appliquer plusieurs méthodes et d’en effectuer parfois la moyenne. Certains évaluateurs pondèrent les méthodes choisies, ce qui implique, comme pour les autres méthodes par ailleurs, de motiver son choix.*

*Vient enfin l’étape de l’application éventuelle d’une décote d’il liquidité. Pour certains évaluateurs, cet élément fait partie des coefficients multiplicateurs. Pour d’autres, il ne faut pas inclure de décote d’il liquidité dans la valorisation de la société mais bien dans une étape ultérieure qui consiste à matérialiser des circonstances particulières, à savoir la difficulté ou non de pouvoir céder des titres concernés.*

*La 2ème approche inclut la méthode dites « des comparables » qui repose sur le présent du marché des transactions d’actions. Elle consiste à appliquer des coefficients à certains critères (chiffre d’*affaire*s, bénéfices, EBIT, cours de bourse…) en comparant la société que l’on évalue à d’autres ayant fait l’objet de transactions disponibles.*

*Malheureusement, il est rare de pouvoir disposer des données de transactions de cession d’actions pour les sociétés non cotées. Cela ne sera donc pas possible dans le cas qui nous préoccupe.*

*La 3ème approche de méthodes est réservée aux structures qui en ont les moyens car elles nécessitent plus de connaissance de l’entreprise et plus de ressources humaines. Il s’agit de prévoir l’avenir non plus sur base du passé mais de redéfinir tous les flux opérationnels : ventes (par type de produits et/ou services), achats, biens et services divers, personnel, investissements et cessions d’actifs … Un compte d’exploitation et un bilan prévisionnels sont établis.*

*Le passé peut servir de référence ou de base de comparaison mais un écart avec le passé ne sera pas interpellant pour autant qu’il soit fondé sur des faits opérationnels. De telles prévisions sont l’apanage des contrôleurs de gestion ou directeurs financiers dans des structures en disposant ou consultants externes ayant pu s’imprégner de la vie de la société et de ses projets.*

*L’approche est encore différente en ce sens qu’elle parle le plus souvent des aspects stratégiques, opérationnels et de support de la société qu’elle traduit en chiffres prévisionnels. Elle repose sur des discussions internes nécessitant une bonne communication et un pouvoir de décisions sur l’avenir de la société.*

*Le modèle d’analyse des valorisations que j’utilise régulièrement comprend 15 méthodes. Parmi celles-ci, j’ai privilégié les méthodes suivantes correspondant à des approches différentes afin d’avoir différents angles de vue. Par souci de parfaite transparence, je ne limiterai pas le tableau de synthèse aux seules méthodes retenues mais le listerai toutes.*

*Le tableau liste les méthodes par type de raisonnablement, certaines, sont donc proches les unes des autres.*

*Il convient aussi de rappeler que les trois dernières années affichent des profils de comptes de résultats assez différents ; c’est pourquoi, plutôt que le considérer des moyennes comme c’est généralement le cas, les évaluations ci-dessous tiennent compte du compte de résultat de 2016 en intégrant des retraitements décrits dans les paragraphes précédents.*

*Le bilan et le compte de résultats traduisant la politique stratégique à long terme, opérationnelle et à court terme et financière quant à l’affectation des éventuels profits donnent des indications et tendances que les méthodes reprises ci-après illustrent.*

* *La méthode de l’actif net comptable corrigé dont on ne peut Faire abstraction, telle que je l’ai décrite plus haut. Cette méthode évalue l’actif net comptable corrigé à 3.752.712€.*
* *Une 2ème méthode retenue est la méthode dite « de capitalisation abrégée de rente de goodwill » qui ajoute un multiple du bénéfice à l’actif net comptable corrigé. Ce multiple du bénéfice caractérise la composante « goodwill » ajoutée à l’actif net comptable corrigé (ANCC). Le multiple est généralement déterminé entre 5 et 8 fois. Dans ce cas, j’estime un multiple de 5 fois le bénéfice approprié car il s’agit d’une PME à taille certes correcte pour de nombreux entrepreneurs mais néanmoins limitée ; elle est aussi devenue dépendante d’une seule marque qu’elle distribue et sa profitabilité s’en est trouvée réduite. La valeur calculée repose donc sur l’ANCC majoré de cinq années de bénéfice net, soit 4.949.788,00€.*
* *Je sélectionne aussi la méthode dite des experts-comptables européens qui ajoute également une composante à l’actif net comptable corrigé : cette composante est un multiple de la différence entre le bénéfice et la rentabilité escomptée de l’actif net. Comme pour la méthode précédente, le multiple de différence est fixé à 5. Quant à la prise en compte du taux d’actualisation, plusieurs méthodes sont également possibles. De manière courante pour des PME, on s’abstient de déterminer le taux par le coût moyen pondéré de la rémunération du capital et des dettes financières [[131]](#footnote-131).*

*Dans ces cas, le taux est déterminé par la somme de deux composantes :*

* *Celle de base est le taux des obligations à 10 ans qui est de 0,85% au 18/07/2017 ;*
* *On y ajoute une prime de risque variant entre 50 et 200% du taux de base, selon le niveau de risque de l’entreprise. Plus elle paraît risquée, plus le taux sera élevé et inversement. Il faut cependant reconnaître qu’appliquer un multiple plus ou moins élevé à un taux de base lui-même fort bas a moins de conséquences que lorsque les taux étaient élevés ; En raison des caractéristiques de la société telles que je les ai perçues et décrites supra, j’applique une prime de risque de 150% au taux de base, le taux d’actualisation s’établissant dès lors à 2,12%.*

*Il résulte dès lors une valeur de 4.552,001€ comme valeur de la société en application de la formule des experts-comptables européens.*

* *J’intègre également une 4ème méthode dans mon raisonnement, à savoir celle qui ajoute la valeur de l’actif net comptable à celle d’une actualisation des cash-flows sur cinq ans au taux de 2,12% comme expliqué ci-dessus. Selon cette méthode des cash-flows actualisés, qui me semble refléter l’évolution passée et future de l’entreprise, la valorisation s’établit à 4.819.559€.*

*Je ne retiens pas à ce stade des autres méthodes figurant dans le tableau ci-après car elles me semblent moins refléter l’historique de la société qui, notamment, ne distribua pas de dividendes au cours des dernières années. Bien que j’ai repris certaines méthodes de coefficients directs dans ce tableau à titre indicatif et pour avoir un raisonnement complet, elles ne me semblent pas appropriées notamment au motif qu’elles n’intègrent pas l’actif net comptable de la société qui est conséquent et résulte notamment de l’accumulation de bénéfices.*

1. Le juge américain choisit la méthode CDF comme 1er examen. Comme nous l’avons déjà décrit pour les actifs corporels mais c’est encore plus vrai pour la valeur des entreprises. Le juge va rechercher lui-même et concrètement les éléments propres à la cause pour écarter ou retenir une méthode de valorisation.

Il partira de la méthode DCF qu’il écartera, relativisera, amendera et comparera. Retenons, par exemple, les décisions des juges dans les affaires suivantes :

* US Bank N.A. v Verizon Comm. Inc.[[132]](#footnote-132) : la Cour rejette le DCF qui est significativement en-dessous des autres méthodes ;
* Mirant Corp.[[133]](#footnote-133) : la Cour a retenu la nécessaire subjectivité et la nécessité de préserver la structure initiative de l’évaluation ;
* Exide Techs[[134]](#footnote-134), la Cour rejette la valeur de marché pour retenir la méthode des multiples et du DCF (le débiteur ayant retenu des décotes subjectives) ;
* VFB LLC[[135]](#footnote-135) : la Cour utilise le critère du prix que paierait l’acheteur plutôt que les estimations d’un ou plusieurs experts ;
* TOUSA[[136]](#footnote-136) : la Cour rejette les critiques des créanciers sur l’inefficience du marché de référence, rejette la méthode de capitalisation et prend le prix des actions auquel elle ajoute le prix de la dette ;
* Nellson Neutraceutical. Inc.[[137]](#footnote-137) : rejette le DCF car les projections de cash-flow ont été, selon la Cour, manipulées et, se basant sur les expertises des créanciers, la Cour fixe la valeur en ajustant sur base de décote spécifique au cas et au marché ;
* Chemtura Corp.[[138]](#footnote-138) : les experts proposent un DCF, la Cour considérant que les projections financières étaient trop optimistes par rapport à l’économie du moment. Elle fonda son calcul sur ses propres prévisions moins optimistes ;
* Spansion[[139]](#footnote-139) : la Cour examina les méthodes d’évaluation et repris l’une des simulations en lien avec une classe de créanciers (les obligataires convertibles récalcitrants) en estimant « *Fairly and equitability »*;
* ASARCO LLC[[140]](#footnote-140) : la Cour retenu que le prix public des stocks (minerais) et le DCF étaient des indicateurs pertinents en relativisant la valeur de la bourse publique d’échange en raison des volumes échangés, en complétant par des comparables qu’elle vérifia par des tests de crédibilité ;
* DBSD[[141]](#footnote-141) : la Cour rejette le DCF car l’activité du débiteur était fondée sur de la technologie qui n’était pas assez en opération et qui nécessitait encore des investissements, de telle sorte que les cash-flow étaient ou pouvaient être négatifs les premières années. La Cour se basa sur deux transactions précédentes comparables pour fixer une valeur malgré l’incertitude du temps nécessaire à la rentabilisation.

Une étude[[142]](#footnote-142) donne une indication utile sur cette liberté du juge confronté à l’évaluation en période de Covid par exemple, tant pour les PME que pour les grandes entités. Il examine la situation du financement (*DIP* *financing*), de l’adéquate protection des suretés, de la faisabilité, du test du *Best interest* *of creditors* en concluant que si la situation est plus complexe, la loi permet au juge de tenir compte de ce fait pour modifier les règles d’évaluation.

1. Surcotes et décotes en droit Belge. Une fois arrivé à une valeur, par une méthode ou une autre, s’ouvre un second exercice consistant à minorer (décote) ou majorer (surcote) la valeur standard en prenant en compte des situations d’espèce. Un auteur[[143]](#footnote-143) Belge, se basant sur des études économiques assez pointues et pertinentes, décrit les valeurs de décote qu’il faut appliquer sur le marché belge une fois la valeur brute de l’entreprise fixée. Il décrit les décotes usuelles[[144]](#footnote-144)

La première famille de décotes est très classique. Il s’agit de la décote d’illiquidité (absence de cotation et de marché liquide). Il faut se référer à la publication pour les déterminer situation par situation et secteur par secteur qui , selon les études, varient de 13% à 45 % (sur des transactions de 1960 à 1998)[[145]](#footnote-145) ou d’autres qui sont plus précises selon la typologie des entreprises[[146]](#footnote-146), ou d’autres selon les formes de transactions (enregistrées ou non)[[147]](#footnote-147) ou selon les difficultés de l’entreprise, par exemple, en présence d’entreprise qui ont des difficultés financières ou qui sont engagées dans le développements de produits spéculatifs dans lesquelles la prime est affectée d’une prime de coût supérieur pour avoir l’information pertinente où elle peut atteindre 43% [[148]](#footnote-148) ou celles qui recherchent sur des actions cotées à voir la différence de prix selon qu’elles ont eu en bourse ou sur des marchés privés (ce qui implique que la décote de 22% est due à d’autres facteurs que la négociabilité [[149]](#footnote-149)).

La seconde famille de décotes tient à la position de l’actionnaire - décote de minorité et surcote de majorité dite prime de contrôle. Ces surcotes sont souvent pour la prime de majorité entre 30 et 40% sur base des travaux de Prall, la décote de minorité de +-18% selon une étude sur des entreprises de taille supérieure de 1000 millions d’€ entre 1999 et 2007.

D’autres décotes ou surcotes sont plus spécifiques.

La décote ou surcote pour la personne-clé – créant ou pouvant créer le résultat attendu – est comprise entre 0% et 27% et une moyenne pondérée de 8,65% selon le type de dépendance. La décote de ce type, selon une étude des décisions judiciaires, était entre 9% et 12%.

La surcote ou décote pour l’existence d’un passif important ou, au contraire, peu important en lien avec le cash-flow peut être appliquée.

Une décote ou une surcote pour une activité « homogène »ou, au contraire, « *disparate* » ou « *complémentaire* » existe. Les tribunaux américains les reconnaissent.

Une décote de taille existe (dite décote PME) et l’auteur, sur base d’une étude US, la calcule entre 0,36 et 6,36% pour les toutes petites, 4,07 pour les micro-cap et 1,20 pour les Mid-cap.

D’autres décotes peuvent être appliquées en présence d’un univers règlementaire prépondérant et susceptible de changement, de holding, de la nécessité d’intervention ou non, de présence de venture capitaliste ou, au contraire, d’institutionnel, du coût possible des transactions.

Cette étude québécoise[[150]](#footnote-150) qualifie les risques afférents à une PME sur base d’une analyse de 343 PME entre 10 et 250 employés au Québec en déclinant le risque de gestion, technologique, commercial, de capacité de remboursement, de garante et de défaut de paiement. En fonction des données pour un chiffre d’affaires de moins de 3 milliards, la prime de risque est déclinée.

Dans une autre étude[[151]](#footnote-151), le coût du capital (CMPC ou WAAC) est présenté comme le taux de rendement exigé par un investisseur pour placer des fonds dans une petite entreprise à risque par opposition au coût du capital dans les grandes entreprises liquides (CAPM pour Capital *Assets* Pricing Model). Dans le second modèle, la relation linéaire entre le taux de rendement et son risque systémique (le facteur B). Le beta évolue d’après les secteurs et dans le secteur selon le risque concret opérationnel et l’endettement[[152]](#footnote-152) et selon la taille qui inhère au risque. Pour les PME, ce modèle a d’importantes limites et n’explique pas les prix observés. Ainsi, des auteurs décrivent[[153]](#footnote-153) des taux de 36 à 45% pour des start-up en démarrage, les *business angels* de 30 à 58%, le taux sans risque de 3 à 4%.

Et même avec ce taux, l’analyse montre que les *Business* *angels* ont obtenu dans 50 à 60% des cas des rendements négatifs, un tiers des cas avec une perte totale, la moitié la récupération de la mise, 14,5% des placements réalisés avec un multiple de 5 et 5,3% des cas avec un multiple plus élevé [[154]](#footnote-154). Le taux moyen entre 1995 et 2005 a été de -3% au Canada. L’étude examine, sur cette base, les différentes primes[[155]](#footnote-155) : taux sans risque + prime de risque de marché + prime de taille + prime spécifique à l’entreprise.

Le rapport annuel Grabrowski[[156]](#footnote-156) donne les estimations annuelles de ces primes (par exemple, en 2010 : prime de risque de marché 4 à 5%, prime de taille 3 à 4%).

1. Contrôle des valeurs et décotes par les tribunaux. Ceci étant, l’exercice de valorisation par un expert doit être contrôlé par les Cours et les tribunaux. Sans *Fair*e un relevé exhaustif qui dépasse le cadre de la présente contribution, notons par exemple en Belgique :

* Cour de Cassation du 28 avril 2014[[157]](#footnote-157) : admet que le juge apprécie l’importance de la décote d’illiquidité sur une appréciation de fait et admet que le juge doit apprécier la valeur des différentes parts (en l’espèce, des actions et des parts de fondateur) de manière différente sur les faits en justifiant de sa position ici de les é*value*r de la même manière ;
* Cour de Cassation du 15 décembre 2017[[158]](#footnote-158) : l’évaluation se fait à la date de cession ;
* Cour de Cassation du 30 novembre 2017[[159]](#footnote-159) : le juge peut se baser sur les méthodes d’évaluation retenue par l’expert si elles ont été longuement débattues ;
* Cour d’appel de Bruxelles du 28 juin 2012[[160]](#footnote-160) : qui examine les méthodes d’évaluation pertinente sur la décote de holding (20%), la décote d’illiquidité (75%) et la prime de contrôle (25%).

1. Les propositions de définition de la valeur *going-concern*. On peut déduire de ceci quatre définitions de valeurs *going-concern* spécifiques aux entreprises en difficulté et une spécifique aux entreprises qui ne sont pas en difficulté.
2. Valeur *going-concern* d’une petite et moyenne entité dans une activité moyennement rentable. La valeur DCF sera affectée d’un WAAC incluant des décotes importantes – illiquidité – taille – Keyman – de procédure. Les comparables seront assez peu pertinents et souvent assez faibles. La valeur *going-concern* n’est pas très éloignée de la valeur liquidative en activité. Le plan financier et les hypothèses sont assez incertains, peu documentés et très dépendantes des circonstances générales de marché et l’entreprise a peu de prise sur elles. L’entreprise est sous-financée et a souvent été en-dessous des prévisions ou structurellement déficitaire. Sa restructuration ne laisse pas un fonds de roulement très confortable. Elle est assez dépendante de ses clients (acompte) ou fournisseurs (délai de paiement).
3. Valeur *going-concern* d’une structure organisée avec des activités potentiellement rentables. Il s’agit d’une structure peu dépendante d’un home clé disposant de collaborateurs stables dans une activité pouvant être rentable. Son plan financier est basé, pour partie, sur des engagements concrets. Sa valeur actualisée des flux est diminuée d’un WAAC qui ne reprend pas la valeur maximale de toutes les décotes, voire bénéficiant de surcote. Elle un fonds de roulement raisonnable. Elle a quelques comparables et une valeur d’opportunité possible. Elle est moyennement dépendante du marché et de la conjoncture.
4. Valeur *going-concern* d’une structure importante (cotée ou non) sur un marché standard. Elle est peu dépendante des *homes* clé ou *input*. Son activité est une activité mature ou en voie de l’être, basée sur un historique pertinent. Son plan financier est fiable et documenté. Sa restructuration lui apportera des fonds propres et un fonds de roulement raisonnable. Ses flux sont affectés d’un WAAC proche du WAAC standard si ce n’est la décote pour procédure. Elle peut intéresser des acheteurs d’actifs ou d’actions et peut être une voie utile pour une concentration. L’EBITDA libre croît de manière raisonnable et l’exploitation ne réserve pas un potentiel anormal. Elle a de nombreux comparables en termes d’entreprise ou de transaction.
5. Société plus grande (cotée ou non) sur des marchés à potentiel mais sur un marché en progression. Bien organisée, la société est active sur un segment de marché répondant à un besoin avéré et exploité mais réservant de belles opportunités. Elle est valorisable (en bourse ou non) selon des standards d’évaluation. Elle a beaucoup de comparables. Elle a les moyens de son développement en fonds de roulement ou en crédit et moyens d’investissement. Le DCF est affecté d’un WAAC qui ne prend pas en compte des décotes beaucoup plus grandes que pour ses consœurs. Il peut s’agir de structure qui attire les investisseurs et une concentration est possible. L’EBITDA pourrait grandir de manière linéaire.

Ces valorisations doivent être testées avec la valeur de marché (défini ici comme des valeurs de transaction) d’une entreprise similaire non-affectée par des difficultés ou un endettement important soit sur le marché boursier pour des comparables, soit sur le marché M&A privé. L’écart entre la 1ère valeur et la 5ème doit pouvoir s’expliquer raisonnablement par un juge sur des faits avérés et par des spécialistes d’économétrie capable d’associer à des faits des fourchettes usuelles de décote. L’analyse du marché boursier des entreprises ayant subi une procédure permet de quantifier des décotes en prenant en compte les circonstances économiques du moment et du secteur.

Dans cette perspective, on classera les entreprises en fonction de critères similaires ou équivalents à ceux décrits. Par exemple, une start-up exploitant un produit incertain sera plutôt analysée au regard des règles A et B ou une entreprise cotée sur un marché très mature et présentant des risques économiques sera analysée selon les règles entre B et C.

Cette classification permet aux experts en économétrie de tenter de regrouper des fourchettes de décotes ou surcotes pour des types de surcotes et décotes spécifiques à ce segment moyen d’entreprise. Il peut aussi déclasser les comparables.

Ainsi, nous verrons en conclusions que les valeurs de liquidation forment avec les valeurs *going-concern* un long continuum.

### **Partie pratique**

1. Évaluer l’évaluation suppose de décrire les différentes étapes utiles à aboutir à une évaluation. C’est dans ces différentes étapes que se cache, en réalité, le contrôle du juge et impacte la valeur retenue.
2. La 1ère étape est de pouvoir émettre une opinion **sur la pertinence raisonnable du plan financier sous-jacent à l’évaluation**. Ce plan et ces hypothèses impacteront le choix de la méthode – selon que le modèle est en rupture avec le passé ou dans une continuité acceptable, que le modèle est comparables à des modèles d’autres entreprises, que les flux financiers futurs sont raisonnables et calculés de manière pertinente au regard des coûts et en prenant en compte tous les besoins de financement, tant la trésorerie opérationnelle que la trésorerie d’investissement et surtout celle de financement en fonction de la certitude plus ou moins grande d’obtenir des financement nouveaux et devoir rembourser des dettes anciennes.

Mais le plus important dans la jurisprudence américaine[[161]](#footnote-161), c’est que l’examinateur doit considérer le plan d’affaire dans une perspective *going-concern,* c’est-à-dire, concrètement, s’écarter du scepticisme excessif dû à la situation d’entreprise en difficulté pour se placer dans l’optimisme raisonnable de l’entreprise en activité. Dans la mesure où cet exercice se fait dans un cadre où les conséquences de l’approche sont importantes, il conviendra que les paramètres de cette analyse soient révélés et débattus pour permettre aux créanciers et au juge de substituer au débiteur sur un point précis.

Présenter un tel plan n’est pas impossible. Notre droit actuel, prévoit déjà, en son article XX.41, que le débiteur prépare : « un *budget contenant une estimation des recettes et dépenses pour la durée minimale du sursis demandé, préparé avec l'assistance d'un des professionnels visés au 5° de cet article; sur avis de la Commission des normes comptables, le Roi peut établir un modèle de prévisions budgétaires* ». L’article XX.70 § 2 énonce que le plan contient : « La *partie descriptive du plan décrit l'état de l'entreprise, les difficultés qu'elle rencontre et les moyens à mettre en œuvre pour y remédier. Elle précise la manière dont le débiteur envisage de rétablir la rentabilité de l'entreprise* » et au §3 que : « *La partie prescriptive du plan contient les mesures à prendre pour désintéresser les créanciers sursitaires portés sur la liste visée aux articles XX.41, § 2, 7°, et XX.77* ».

Le débiteur devra justifier de sa capacité de paiement à travers un plan financier prévisionnel en donnant une description des flux financiers futurs. Cette analyse – obligatoire dans le plan - doit donc faire l’objet d’une appréciation et d’une opinion sur base de scénarios *Worst case*, *middle case* et *best case.* Le débiteur justifiera la valeur technique des plans financiers sur le plan financier. Le débiteur examinera aussi la probabilité de réaliser le business plan proposé : le débiteur émettra une opinion sur différents facteurs subjectifs devant aboutir à une opinion raisonnable et argumentée.

Il faudra débattre des hypothèses retenues de développement des affaires et des flux financiers et, notamment, de la capacité de financement du besoin de fond de roulement, que ce soit pour le fond de roulement opérationnel, pour le financement des investissements et pour la couverture des besoins de trésorerie liés au besoin de financement lui-même.

En droit américain, le juge peut imposer la communication de tous les renseignements utiles aux créanciers et si le débiteur résiste, désigner un praticien ou un expert pour conduire une investigation[[162]](#footnote-162)[[163]](#footnote-163).

Le juge et les créanciers pourront débattre de ces éléments qui fondent le contrôle du juge (voir ci-après).

1. La seconde étape est **la justification de la méthode d’évaluation** retenue par la description des caractéristiques de l’entreprise et de son activité qui justifie le recours à telle ou telle méthode.

Comme on l’a décrit, selon l’activité, la constance du passé ou la cohérence du passé et du futur, la portée de la restructuration ou les aléas affectant économiquement son business modèle, il faudra choisir une ou plusieurs méthodes plus tournées vers le passé ou extrapolant le futur du passé ou, au contraire, résolument tournées vers le seul futur, ou *Fair*e des moyennes pondérées des résultats de ces méthodes.

Mais, à mon avis, il faudra toujours au moins reprendre dans les méthodes utilisées aux fins de juger les autres, la méthode DCF.

Le juge Américain retient que : « *la valeur de marché* » repose au moins sur le calcul résultant de la méthode DCF[[164]](#footnote-164). Ce résultat est comparé et analysé face aux « *comparables* »[[165]](#footnote-165) avec une analyse de sensitivité[[166]](#footnote-166)[[167]](#footnote-167). La doctrine américaine présente les différentes méthodologies utilisables pour chaque type d’entreprise[[168]](#footnote-168).

Le choix même des méthodes est l’objet de la discussion des parties et du contrôle marginal du juge.

1. La troisième étape est **la recherche des facteurs de calcul** qui, sur base de l’actualisation des flux financiers futurs, donne une image du comportement d’un investisseur qui devrait acquérir ces actions (WAAC).

Le point capital qui focalise les débats des parties et le contrôle du juge est le calcul du coût moyen pondéré du capital (en Français CPMC en Anglais WAAC) représentant la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et de capital externe à « *peser* » sur la base de la part que chaque type de capital détient dans le financement global de l'entreprise. Est compris dans le CMPC trois paramètres clés à savoir le taux d’intérêt qu’obtiendrait un investisseur d’un placement sans risque (souvent calculé sur base des taux des OLO) une prime de risque qui dépends de la nature des entreprises (PME , grandes entreprises ou sociétés cotées) supposé représenter le risque afférents à un investissement dans ces types d’entreprises et la prime de risque qui dépends de l’entreprise concrète, de son secteur et de son activité mais aussi du climat économique et financier du moment. Ces éléments seront source de discussion. On voit bien, dans cette période de Covid, que ces paramètres sont source de débat.

Cette discussion se base sur des faits : comme investisseur à ce moment de l’histoire, quelle est la rémunération supplémentaire qu’il voudrais avoir pour se décider à investir dans une société d’espèce plutôt que d’investir dans ce qui est présenté comme sur le carnet d’épargne sans risque ?

Le taux des OLO est public et évolue au gré de la situation économique. S’il est bas, l’investisseur n’a pas d’autres alternatives que d’investir à risque pour avoir un rendement. On a vu apparaître, après 2008, des fonds distribuant l’épargne devenue très grande et les liquidités crées par les banques centrales pour soutenir la reprise et les banques dans de très nombreuses entreprises, y compris en difficultés (*distress LBO*, *distress funds*, rachat de dette).

Un juge américain[[169]](#footnote-169) justifie retenir un coût de capital de 13%, ce qui le conduit à proposer un WAAC de 9,6%. Il expose que ce taux donnait une valeur haute de 120 millions contre une valeur comparable d’autres sociétés de 100 et une valeur de transactions comparable de 185, ce qui, en pondérant sur base des valeurs moyennes, l’a conduit à retenir 113 millions pas très éloigné du DCF pondéré.

Un auteur[[170]](#footnote-170) décrit parfaitement les balises qui doivent permettre de fixer un WAAC correct sur base d’auteurs américains et d’une analyse des transactions.

La prime spécifique à un type de taille d’entreprise se discute au départ de comparable.

La prime de risque de l’activité est l’élément le plus difficile et le plus souvent pertinent pour l’évaluation *going-concern* d’une entreprise confrontée à un retournement. On la définit usuellement comme :

*Le supplément de rendement exigé par un investisseur afin de compenser un niveau de risque supérieur à la moyenne. Ce phénomène trouve son origine dans l'*[*aversion au risque*](https://fr.wikipedia.org/wiki/Aversion_au_risque)*consubstantielle aux*[*investisseurs*](https://fr.wikipedia.org/wiki/Investisseur)*: ceux-ci tendent à préférer un gain faible avec une probabilité de paiement élevée à un gain élevé mais assorti d'une probabilité plus faible. La demande des actifs risqués est ainsi moins forte que celle adressée aux actifs à risque faible.*

*Les investisseurs exigent ainsi souvent, pour investir dans une entreprise (par l'achat d'*[*actions*](https://fr.wikipedia.org/wiki/Action_(finance))*ou de tout titre financier émis par des entreprises), que le rendement attendu soit supérieur à celui d'un placement non risqué, c'est-à-dire celui des*[*emprunts d'État*](https://fr.wikipedia.org/wiki/Emprunt_d%27%C3%89tat)*. Cette différence de taux, ce revenu supplémentaire espéré exigé, constitue la prime de risque. Le taux correspondant, qui est la somme du*[*taux non risqué*](https://fr.wikipedia.org/wiki/Taux_non_risqu%C3%A9)*et de la prime de risque, est le taux risqué. En période de grande euphorie (*[*bulle spéculative*](https://fr.wikipedia.org/wiki/Bulle_sp%C3%A9culative)*), la prime de risque s'annule (*[*neutralité au risque*](https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Neutralit%C3%A9_au_risque&action=edit&redlink=1)*), voire devient négative (recherche du risque).*

*Sur les marchés connus, la prime de risque varie autour de 8 % à 10 %, et monte à 25 % sur les marchés avec grande incertitude. Sur les marchés "nouveaux" (nouveaux produits ou concepts), elle peut monter à 65 %.*

Plus la prime de risque est grande, plus la valeur de l’entreprise diminue (de manière assez exponentielle) de telle sorte que sa fixation a un impact très important sur la valeur. Pour une entreprise en procédure de PRJ, le concept est plus complexe.

Si on se place d’abord sur le thème que nous allons aborder ensuite de la conversion en action des créances, il faudrait donc se demander quelle est la prime de risque à appliquer pour les créanciers ordinaires convertissants. Si on se base sur la valeur de la créance abattue pour calculer le rapport d’échange (et pas sur la valeur nominale), on peut partir du raisonnement que le créancier avait le choix de recevoir le paiement en numéraire de sa créance selon le % d’abattement et a, en réalité, décidé de le réinvestir. Dans ce cas, la prime de risque est logique et doit être calculée comme un investisseur qui apporterait de la *new money* avec, peut-être, une légère diminution du risque car le créancier connait l’entreprise. Il a pu porter une appréciation sur le plan de redressement et la PRJ va éliminer de la dette et des aléas, ce qui augmente la valeur de l’entreprise. Selon le cas, on diminuera le taux de la prime de risque de quelques points.

Si on se base sur la valeur non abattue de la créance, il n’y a plus ou presque plus de risque. Sans PRJ, la créance serait payée selon la valeur du rang du créancier sur l’actif ; par la PRJ, elle est payée sur la base de l’abattement. Si l’investisseur change cette créance contre du nominal de sa créance, il ne prend pas de risque mais peut *Fair*e ou fait un « *gain* » potentiel important qu’il est seul à choisir de *Fair*e. Si on considère le créancier extraordinaire ou le candidat apporteur de New money en capital, la prime de risque a effectivement tout son sens.

La valorisation peut se faire *going-concern* si l’investisseur de *New Money* intervient. Il fixera la prime de risque. Au stade d’une PRJ, dans de nombreux cas, il n’y aura pas de *New Money* ou ce seront des créanciers extraordinaires qui accepteront d’ores et déjà de convertir.

On reviendra à cette question lors de la conversion des actions, mais ces réflexions sont utiles à déterminer la prime de risque dans tous les cas de figure.

1. La 4ème étape est de **déduire (ou non) la dette de la valeur.**

L’article 1.22 14ème se base sur la date du jugement d’ouverture de la procédure. À cette date, le passif n’est pas réduit ou abattu. La valeur des actions calculée sur une valeur de rendement (et non sur une méthode d’actif net) pourrait supposer de déduire la valeur de la dette. L’actif net sera forcément plus important au lendemain du jugement définitif d’homologation qu’au jour de l’évaluation de la créance sursitaire, une partie importante des dettes abattues ayant constitué une augmentation des fonds propres.

Cependant, si l’on veut donner au terme *going-concern* un sens, il semble qu’il est nécessaire de déduire la dette qui résulterait de l’abattement et/ou de la conversion si elle doit être déduite.

1. La 5ème étape est **l’application ou non de décotes de majorité ou minorité**. La question suppose de vérifier s’il y a ou non une modification sensible du pouvoir au sein du débiteur.

La conversion d’une créance de l’actionnaire existant, peut se *fair*e sans émission d’action nouvelle, ce qui, en définitive, ne lui accorde pas plus de droits que ceux qu’il possédait antérieurement, même s’il possède plus d’actions représentatives de la même valeur. Il ne s’agit, en réalité, que d’un traitement différent d’un abandon de créance de l’actionnaire qui participera à reconstituer des fonds propres comptables souvent nécessaires pour obtenir du crédit (le ratio habituel est de 30%) et qui présentera un bilan à ses créanciers d’une manière plus « *acceptable* ».

La conversion de créance des sociétés d’un même groupe pose déjà plus de problèmes si elle a pour objet ou pour effet de *fair*e perdre aux créanciers d’une autre société du groupe une créance peut-être liquide et exigible contre des actions qui ne sont pas liquides. L’acte de convertir une telle créance peut être critiqué dans le chef de la société convertissante agissant par ses organes dans lesquels la conversion est faite. La critique pourrait s’appuyer sur la jurisprudence bien connue de la Cour de Cassation française en matière d’abus de bien social dite ROSENBLUM.

Lorsque, par contre, les créanciers qui convertissent sont de véritables tiers ou que cette conversion change les rapports antérieurs entre actionnaires et, en particulier, lorsqu’il s’agit de créanciers financiers dont la fonction avait été dans le passé de financer les fonds propres et les fonds de tiers de l’entreprise, cette conversion ne doit pas non plus accorder à ces créanciers un rapport d’échange trop favorable ou, en tout cas, plus favorable que celui qui résulte des conditions normales de marché d’une prise de participation. Si le droit moderne de l’insolvabilité des procédures de redressement ou de restructuration préventive ne retient manifestement plus, et à juste titre, les critères d’égalité des créanciers, mais y substitue celui d’une absence de discrimination[[171]](#footnote-171) bien réfléchie, voire de manière plus performante, celle d’un certain traitement équitable ou non excessivement préjudiciable, il pourrait apparaître discutable que certains créanciers puissent espérer un retour sur investissement à 100%, voire une nette plus-*value* du redressement de l’entreprise qui s’est opéré au départ d’un désendettement des créanciers opérationnels, institutionnels ou des autres créanciers financiers. Dans certains cas, des primes de contrôle ou de minorité pourraient ou devraient être retenues.

Le juge américain a souvent statué sur ces décotes. Dans l’affaire Exide Technologies[[172]](#footnote-172), le juge refusa les décotes qu’il estima évaluées sur une base subjective. Les experts du débiteur et des créanciers utilisaient les mêmes méthodes (DCF, comparable de transaction, comparable de méthode), mais les débiteurs arrivaient à une valeur entre 950 millions et 1,5 milliard tandis que les créanciers arrivaient à une valeur entre 1,478 milliard et 1,711 milliard par l’application ou non de la décote. Le juge rejeta certaines décotes proposées et fixa la valeur entre 1,4 et 1,6 milliard.

Il rejeta, par exemple, une décote pour société sortant d’une réorganisation. Dans l’affaire Mirant[[173]](#footnote-173), la Cour du Texas écarta aussi cette décote.

1. La 6ème étape est un **test de sensibilité par rapport aux autres évaluations** et, en particulier, face à la valeur de liquidation ou aux valeurs comparables. Il faut apprécier la capacité de financement future car si un débiteur a des actifs incorporels mais est incapable d’obtenir du financement pendant le sursis ou après le sursis, on peut raisonnablement penser que la valeur de ces actifs se rapproche d’une valeur de liquidation. Ainsi, si des prêteurs d’ailleurs créanciers ne bénéficient pas d’un éventuel privilège *New* ou *Post Money* et s’ils ne financent pas en conséquence le sursis ou le post sursis, ils participent à détruire de la valeur. Ils auraient intérêt à financer le débiteur, quitte à mettre en œuvre des techniques permettant l’existence d’un tel privilège puisque ce financement donnerait aux actifs une valeur d’assiette à leur gage. On notera déjà ici - mais on y reviendra - que la vision selon laquelle le privilège *Post* ou *New Money* écrase les créanciers antérieurs est donc souvent démentie dans la pratique.
2. La 7ème étape est **la « *négociation »*** sur la valeur. Que ce soit pour une acquisition, une augmentation de capital, une fusion ou une scission, une démission ou une exclusion, ou pour é*value*r fiscalement ou civilement la valeur des actions, la « *négociation »* demeure liée à la fixation de valeur. En matière de faillite, le droit américain a résolu la question de l’évaluation par la « *négociation* »[[174]](#footnote-174). Le débiteur propose sur son évaluation chaque catégorie. Les créanciers contre proposent. Le juge fait é*value*r les positions en fonction des informations réelles par le débiteur sur la valeur. Les parties peuvent demander au juge un « *hearing »* sur la valeur[[175]](#footnote-175), car ces évaluations sont souvent différentes de 20% à 300% [[176]](#footnote-176)[[177]](#footnote-177).
3. La 8ème étape est **la relativisation à l’égard des valeurs au regard de la valeur de marché spécifique.** Une valeur de marché est celle d’un moment et d’une situation.

On pourrait *fair*e un « *test implicite de marché »*, c’est-à-dire, rechercher sur le marché la valeur offerte par des tiers acquéreurs. Ce test implicite est pertinent mais dangereux[[178]](#footnote-178). En effet, si ce test consiste à comparer l’évaluation proposée avec des offres faites par des acteurs autres de rentrer dans le capital ou d’acquérir les actifs comme des ventures capitalistes, on peut craindre que cette valeur prenne trop en compte l’opportunité du moment où, surtout, émanant d’acteurs qui n’auraient pas accepté toutes les conditions ou décliné s’ils les avaient connues, ou qui n’auraient même pas donné suite[[179]](#footnote-179).

Ce test a parfois aussi été critiqué car, d’une part, les offrants n’ont peut-être pas eu le temps nécessaire ni l’information utile à se f*air*e une opinion[[180]](#footnote-180) réelle ou eu toutes les informations sauf à avoir conduit un processus out-of-the court ou un *prépack* suffisamment clair et fiable. Tout tiendra donc au sérieux du test.

Il reviendra donc d’évaluer l’évaluation de la pertinence de cette valeur de marché et donc des caractéristiques du test, les juges vérifiant très attentivement le contenu des « *Disclosures* » et imposant des *disclosures* complètes ou complémentaires et, partant, coûteuses[[181]](#footnote-181). Ce test a été analysé par le juge dans l’affaire Allied Newda Gold Corp[[182]](#footnote-182) pour, pour finir, rejeter la valeur implicite de marché au motif qu’il n’était pas *in concreto* pertinent. Il peut l’être, notamment si l’offre suit un *prépack* *cession* réalisé par des professionnels reconnus et par une méthodologie avérée.

Un auteur américain rappelle que toutes les méthodologies retenues (DCF, comparable et comparable de transaction)[[183]](#footnote-183) doivent s’apprécier s’il n’y a pas « *d’évidence* » de prix de marché[[184]](#footnote-184), sur base du texte légal[[185]](#footnote-185), c’est-à-dire, sur base d’une « *Fair evaluation* ».

## Conclusions provisoire

1. Règle d’application interclasse selon la directive. L’article 11 b) permet au juge d’imposer un plan voté par une majorité de classes à défaut qu’il soit adopté par une des classes de créanciers garantis si une classe affectée l’a voté alors que, sur base des rangs et des privilèges appliqués à la valeur de l’entreprise en going-concern, elle n’aurait eu droit à aucun paiement.

Plus la valeur going-concern est faible, plus cette condition serait aisément remplie si les créanciers garantis refusent de voter le plan. Plus cette valeur est grande, moins le nombre de classes pouvant emporter l’application forcée du plan aux créanciers extraordinaires – qui, par définition, l’ont rejeté – est petit.

Par contre, à la différence de la section 1129, la valeur de ce qui est attribué aux créanciers garantis n’est pas limitée à la valeur going-concern des débiteurs.

1. La loi de transposition devrait, par ses motifs ou certaines dispositions, aider les parties et le juge à fixer la valeur de l’entreprise en activité. La référence à la « *Fair value »* issue d’une comparaison de la fourchette de valeur évaluée au regard des prix pratiqués pour des transactions ou des entreprises comparables dans un contexte après réorganisation serait le bienvenu.

Le texte actuel est à la fois conforme au texte à présenter, mais à la fois imprécis. Cette imprécision pourrait être critiquée dès lors que le concept de « *valeur de l’entreprise en activité »* est essentiel à la directive et sera interprété de manière autonome par un éventuel arrêt de la CJUE.

# Valeur de liquidation des actifs ou du débiteur

## Position de la question

1. En droit actuel : L’article XX.87 énonce que : *« § 1er. Le mandataire de justice désigné organise et réalise le transfert ordonné par le tribunal par la vente ou la cession des actifs mobiliers ou immobiliers nécessaires ou utiles au maintien de tout ou partie de l'activité de l'entreprise. Il recherche et sollicite des offres en veillant prioritairement au maintien de tout ou partie de l'activité de l'entreprise tout en ayant égard aux droits des créanciers Il choisit de procéder à la vente ou à la cession publiquement ou de gré à gré, auquel cas il définit dans son appel d'offres la procédure à suivre par les offrants. Il fixe notamment le délai ultime dans lequel les offres doivent lui être communiquées, au-delà duquel aucune nouvelle offre ne pourra être prise en considération. S'il entend communiquer une offre à d'autres offrants pour organiser une ou plusieurs surenchères, il le signale et précise la manière dont ces surenchères seront organisées. Il énonce, le cas échéant, les garanties d'emploi et de paiement du prix de vente et les projets et plans financiers d'entreprise qui doivent être communiqués. Pour qu'une offre puisse être prise en considération, le prix offert pour l'ensemble des actifs vendus ou cédés doit être égal ou supérieur à la valeur de réalisation forcée estimée en cas de faillite ou liquidation ».*
2. Dans la directive : si la valeur going-concern sert à déterminer si le juge peut retenir le vote d’une classe non-garantie comme élément lui permettant d’imposer le vote aux classes dissidentes, le test du « *Best interest of creditors* » sert à rendre impossible cette imposition si chaque créancier ne reçoit pas au moins autant qu’il aurait reçu en cas de liquidation (art. 2 ; 1, 6° appliqué à l’art. 10, 2°, d). Le plan ne peut pas produire un paiement inférieur à ce minimum.

## Différents types de valeur de liquidation

1. En droit américain, le test du *Best interest* qui renvoie à la valeur de liquidation se réfère à la valeur que l’on peut obtenir dans le cadre des règles visées au chapitre 7[[186]](#footnote-186) du Code de la faillite (liquidation) qui ne vise pas, à titre premier, la valeur « *piecemeal liquidation* » (pièce par pièce), mais aussi la valeur de « *sale of the business as a going-concern ».* Il faut choisir entre les deux-là « *next best alternative* » ou du meilleur scénario possible repris au considérant 52 de la directive. Ce terme ne vise donc pas « *la valeur en vente forcée* », mais la valeur que l’on pourrait obtenir après un certain temps[[187]](#footnote-187) ou après certaines modalités de mise en vente et en prenant compte de la meilleure manière de réaliser l’actif selon l’*US trustee* et selon le juge.
2. Directive : le meilleur scénario possible. Ce terme est être défini dans la directive. Le considérant 52 renvoie à : « *la situation moins favorable du fait du plan de restructuration que celle qu’il connaitrait soit dans le cas d’une liquidation, que cette dernière se fasse par distribution des actifs ou cession de l’entreprise en activité, soit dans le cas de la meilleure solution alternative possible si le plan ne devait pas être validé*».
3. Droit interne : on peut se demander si les termes de l’article XX.87 qui prévoit « *au cas où une offre émane de personnes qui exercent ou ont exercé le contrôle de l'entreprise pendant six mois avant l'ouverture de la procédure et exercent en même temps directement ou indirectement, le contrôle sur des droits nécessaires à la poursuite de ses activités, cette offre ne peut être prise en considération qu'à la condition que ces droits soient accessibles dans les mêmes conditions aux autres offrants* » n’est pas une première intégration de la notion de valeur liquidative dans le meilleur scénario possible. En auto-cession, la question du prix proposé peut être source de nombreuses critiques car le dirigeant ou l’actionnaire peuvent être ressentis par leurs créanciers comme purgeant le passif qu’ils ont créé en ne réinvestissant pas ou peu – par le prix d’acquisition - investissement qu’ils auraient peut-être dû f*air*e dans le cadre de la poursuite d’activité ou dans le cadre d’une PRJ accord collectif. Ils auraient pu réaliser une augmentation de capital ou un simple abattement de créance de ces créanciers au point où l’on peut se demander si cet actionnaire ne s’est pas enrichi anormalement au détriment des créanciers par le fait du recours à la procédure d’auto-cession et partant si c’est réellement la valeur de liquidation dans le meilleur scénario possible. Cette critique existe en France dans les dossier ORCHESTRA PREMAMAN ou ALINEA, et en Belgique dans des dossiers comme BRANTANO.
4. Difficulté de la notion : le calcul, dans la directive, ne s’opère pas strictement en comparant la valeur des actifs sur base d’un prix de vente mais bien sur le calcul de la répartition de la valeur des actifs en fonction des plans de répartition qui seraient applicables soit en liquidation soit dans le meilleur scénario possible en comparant ce résultat pour chaque créancier à celui du plan. La vente peut donc intervenir en *going-concern* dans une procédure autre que la faillite (liquidation, …). La doctrine[[188]](#footnote-188) belge admet d’ailleurs que la cession peut être envisagée selon plusieurs techniques soit par le biais de vente d’actifs, soit par le biais d’un transfert de branche d’activité sous le couvert de l’article 770 CS ou 12 : 103 CSA. Il est possible aussi de céder l’actif et le passif qui viendrait en premier ordre[[189]](#footnote-189). La cession peut intervenir avec une continuation d’activité ou sous le statut de la vente en dépérissement[[190]](#footnote-190).

Selon la jurisprudence, même si cette décision a été critiquée par la doctrine, le mandataire n’est d’ailleurs pas tenu à une sorte de mise en enchère transparente qui l’empêcherait de négocier la meilleure solution[[191]](#footnote-191). S’il respecte une certaine loyauté, Alain ZENNER admet que trop de transparence serait peut-être incompatible avec le but premier que la loi assigne au mandataire, à savoir réaliser au mieux les actifs. D’ailleurs, il cite le fait que l’amendement qui visait à imposer au mandataire le respect du principe d’égalité entre candidats a été rejeté[[192]](#footnote-192) par le Ministre. La Cour d’appel de Mons a aussi rejeté l’argument d’une discrimination formulée par un candidat repreneur[[193]](#footnote-193).

Il existe donc la possibilité de scénario différent de la valeur purement liquidative.

Le curateur lui-même dispose de procédures qui permettent d’envisager des valorisations différentes : vente en dépérissement comme le Tribunal de l’Entreprise de Namur l’a organisé dans l’affaire WOW[[194]](#footnote-194), poursuite d’activité et vente en continuité, négociation de reprise de fonds de commerce, …

1. Catalogue et définition des valeurs de liquidation : On pourrait donc classer les valeurs dite de liquidation en différentes valeurs partant du plus bas pour arriver au plus haut
2. Valeur de liquidation par morceau dans le plus mauvais scénario : il s’agit du cas où le curateur ou le liquidateur vend après fermeture des activités du débiteur, après un certain temps, par une vente publique, pièce par pièce, sans aucune reprise d’activité possible, ne donnant à ces actifs aucune valeur de rendement attachée au débiteur originaire mais une valeur unique liée à l’activité du repreneur et ce, dans un délai de vente assez court.
3. Valeur de liquidation par morceau en ayant du temps : c’est le même cas que (a) mais avec un délai de vente plus long pour les pièces les plus importantes. Par exemple, un an sans créer de dette de masse qui diminue la valeur réelle et sans réduction de valeur en raison de ce délai.
4. Valeur de liquidation en bloc sans activité : la cession en bloc d’un tout utile à être exploité mais sans activités propres au débiteur, la valeur de rendement tenant au seul acquéreur.
5. Valeur de liquidation en bloc ou morceaux mais avec une activité : la cession en bloc avec une capacité de les rentabiliser par une activité attachée au débiteur.
6. Valeur de liquidation en continuité : la cession avec une activité en fonctionnement permettant la rentabilisation prévisible des actifs.

1. Valeur de liquidation dans le meilleur scénario possible : la même chose que (e) mais avec une exploitation certaine, plutôt rentabilisable ou rentable, des perspectives et des potentialités et sans perte excessive de savoir-*fair*e, de goodwill ou de position concurrentielle.

On présentera in fine un tableau des différentes valeurs de liquidation et valeurs *going-concern.*

## Valeur de liquidation en droit actuel

1. La valeur de liquidation. Le mandataire, selon l’article 33 de la loi du 27 mai 2013, devait rechercher des offres qui, pour l’ensemble des actifs vendus ou cédés, mentionnaient un prix qui était égal ou supérieur à la valeur de réalisation présumée en cas de faillite ou de liquidation.

Le terme « *présumé* » a été remplacé par l’article XX.87 parle terme estimé. Cette estimation, selon la doctrine[[195]](#footnote-195), émane de professionnels de l’évaluation.

Mais les juges ont porté des appréciations sur ces valeurs en estimant que si les valeurs proposées par la consultation du mandataire étaient inférieures, il fallait les tenir pour la valeur de marché[[196]](#footnote-196), ce qui laisse plutôt penser qu’il s’agit de valeur déterminée par le juge sur base d’expertise.

L’article XX.87 indique que le mandataire a égard aux droits des créanciers. Cette précision pourrait fonder une critique à l’encontre des offres présentées par le mandataire s’il n’a pas recherché la meilleure valorisation possible en explorant sérieusement tous les scénarios possibles et, encore une fois, fonderait la valeur déterminée par le juge sur base des expertises (qui seraient supérieures aux valeurs obtenues du marché).

La doctrine[[197]](#footnote-197) estimait qu’il pouvait se justifier de faire une comparaison entre le prix proposé dans le transfert avec celui qui aurait pu être obtenu en cas de liquidation ou de faillite. Les avis sur lesquels le mandataire doit se baser doivent être pris auprès de spécialiste et avec toutes les informations utiles[[198]](#footnote-198).

Pourtant, la loi contient un paradoxe : la valeur retenue est la valeur de faillite ou de liquidation alors que le transfert ne peut s’opérer que sur une activité *going-concern* et non sur des actifs non exploitables comme des immeubles[[199]](#footnote-199), sur des activité à l’arrêt[[200]](#footnote-200). Un actif *going-concern* est donc évalué en valeur liquidative.

À relire les décisions qui se sont écartées des expertises, il faudrait considérer que la loi ne ferait des rapports produits qu’un élément d’appréciation, le juge étant en définitive celui qui arrête la valeur de réalisation en faillite en examinant les offres effectivement reçues (valeur de résultat du marché créé par cet appel d’offre).

Souvent, la nécessité d’aller vite en raison de problèmes de financement et des effets de la publicité sur le fond de roulement conduisent à des valeurs de réalisation inférieures à la valeur de vente par le curateur qui vend après arrêt des activités en mettant une concurrence effective en place.

## Test implicite de marché pour la valeur liquidative

1. Prépack – test implicite de marché. Nous avons évoqué les critiques que la docrine américaine avait à l’encontre du test implicite de marché pour la valeur going-concern. Ces critiques sont très discutables en présence de la recherche d’une valeur de marché implicite pour la valeur de liquidation. Dans le dossier PAIN QUOTIDIEN, le Président du Tribunal a désigné des médiateurs pour organiser un appel d’offre – avec une due diligence possible – entre candidats intéressés dans le cadre d’une procédure confidentielle, sans échéance connue trop stricte et avec une véritable négociation. C’est le prix qui a résulté de cette « *mise sur le marché* » qui a été tenu pour la valeur de liquidation. Elle était largement supérieure à la valeur expertisée par certains experts mais conforme à la valeur expertisée par des curateurs.

## Dans la directive

1. La directive apporte des précisions sur cette valeur liquidative. Le test du *Best interest of creditors* impose au juge – ce qui renforce son pouvoir par rapport à celui qu’il tient du livre XX CDE - de constater qu’aucun créancier qui demande ce contrôle ne soit moins bien traité dans le plan que le traitement dont il ferait l’objet dans une situation de liquidation, voire dans la meilleure solution alternative possible si le plan de restructuration n’était pas adopté[[201]](#footnote-201). Le test du meilleur intérêt du créancier n’est en effet effectué qu’à la demande d’un ou plusieurs créanciers dissidents contestant le plan, lesquels débattront, pièces et expertises à l’appui, cette valeur.

N’oublions pas, à ce stade – mais le point est évoqué plus loin – que la confirmation du plan porte aussi sur le respect des principes de légalité et de proportionnalité du traitement de la créance. La confirmation doit être refusée si le plan n’offre pas de perspectives raisonnables d’éviter l’insolvabilité du débiteur ou de garantir la viabilité de l’entreprise[[202]](#footnote-202). La confirmation n’interviendra donc que s’il est probable que la confirmation du plan ne sera pas suivie d’une liquidation ou d’une restructuration complémentaire, ce qui est appelé test de faisabilité[[203]](#footnote-203) et ce qui influencera aussi la détermination de la valeur de liquidation « *dans le meilleur scénario possible »,* ce dernier n’étant pas la valeur de faillite pure et simple si l’activité a encore une chance d’être exploitée, même pas un autre exploitant dans une autre structure.

Cette notion de *Best interest of creditors* est différente de la notion d’« *l’intérêt des créanciers »* – qui a souvent un contenu flou laissé à la discrétion des juges[[204]](#footnote-204) [[205]](#footnote-205). Le test du meilleur intérêt des créanciers est défini[[206]](#footnote-206), de manière concrète : même s’il renvoie à l’ordre normal des priorités en liquidation établi par le droit national, il a un contenu communautaire. Ce test, selon plus d’un, pourrait obliger les États membres à revoir les privilèges, voire certaines sûretés[[207]](#footnote-207) [[208]](#footnote-208). Il est aussi concret pour chaque créancier.

La directive attribue au juge un pouvoir marginal[[209]](#footnote-209), ce que la loi faisait déjà, par ailleurs, dans la PRJ transfert.

Plusieurs auteurs et experts ont critiqué cette absence de référence[[210]](#footnote-210) à une méthode de valorisation précise. Le considérant 49 de la directive, en intégrant le terme « *raisonnablement s’attendre »* comme d’ailleurs dans les termes « *meilleur scénario alternatif possible »* laisse au droit national la possibilité de laisser au juge un pouvoir d’appréciation plus important.

## Test du *Best interest of creditors* en droit Américain

1. Origine. Le test provient des origines du droit de l’insolvabilité et, en particulier, dans les lois de 1898 et de 1394 ainsi que des arrêts de la Cour Suprême antérieurs à 1978[[211]](#footnote-211).

Le congrès, lors de la réforme de 1978, soutint la nécessité du maintien de cette règle à ses yeux essentielle [[212]](#footnote-212). C’est lui qui a mis cette notion en lien avec la règle de priorité absolue qui, elle, prenait en compte la valeur *going-concern* dans un traitement « *Fair & equitable* ». L’idée était que les créanciers devaient au moins recevoir autant qu’en chapitre 7, le surplus jusqu’à la valeur *going-concern* étant attribué par un vote démocratique aux créanciers[[213]](#footnote-213).

1. Concept actuel. Le concept actuel[[214]](#footnote-214) prévoit que chaque créancier doit recevoir au moins autant en réorganisation que ce qu’il aurait reçu en faillite » Aucune des composante de la liquidation est exclue du calcul et du débat et tous les éléments doivent être soumis au débats et produit.[[215]](#footnote-215)

Une analyse en détail au départ de la situation de WORLDCOM est reprise dans une intéressante étude[[216]](#footnote-216) pour montrer toute la difficulté de l’exercice et ses conséquences et pour fonder une approche moderne du test. Le test protège les minorités puisqu’aucune ne pourrait avoir moins que la liquidation en laissant à la majorité le soin d’arbitrer la différence. Le test est complété par le test « *Fair* & equitable » et par le test de « *faisability* » que nous examinons ci-après.

## Synthèse provisoire

1. Effet sur le vote des créances dans la directive. Si les créanciers non-garantis et, en particulier, les subordonnés et les chirographaires auront intérêt à augmenter la valeur de liquidation car, ce faisant, ils feront échouer le plan qui ne leur attribue pas au moins l’éventuelle part et portion dans ce dernier. Les garantis n’auront pas intérêt à augmenter cette valeur, car tout ce qui sera attribué aux non-garantis diminuera la capacité à leur attribuer de la valeur. L’effet est différent que pour la valeur going-concern qui est utilisée dans un seul cas – si les garantis ne votent pas le plan et seulement – dans la directive, pour déterminer si une classe de créanciers est utilisable pour valider et appliquer interclasse le plan. Ici, le plan sera refusé si chaque créancier n’a pas la valeur de liquidation estimée. S’il soutient que tel n’est pas le cas, le refus du plan lui apportera la valeur réalisée. Mais ce créancier a, dans ce cas, un pouvoir individuel.
2. La loi de transposition devrait contenir des notions utiles à la mise en œuvre de cette disposition.

# Valeur et financement – un nouvel paradigme

## La position de la question

1. Puisque la procédure laisse le débiteur en possession, il serait, en théorie, normal qu’il puisse continuer à se financer, car le principe même de lui laisser diriger ses affaires suppose qu’il ait les moyens d’assurer sa rentabilité ou sa liquidité pendant la période de suspension des poursuites pour créer de la valeur qui servira à payer les créanciers.

Le modèle du débiteur en possession n’a donc de sens que si le débiteur peut financer cette période et d’ailleurs aussi celle qui suit juste la sortie du plan. Or, on sait que le monde financier européen et belge a toujours exprimé, par Febelfin et auprès des gouvernants qui cherchait à améliorer la loi sur l’insolvabilité, que selon eux le modèle d’un financement durant la procédure risquait d’atteindre à leurs intérêts et partant à la finançabilité des entreprises.

Le livre XX consacre quelques dispositions aux créanciers de financement Les créanciers gagiste de registre ou non sont traité par le Livre I à l’article 14 22° comme des créanciers extraordinaires à payer en 24 mois, les créanciers ayant un gage sur créances spécifiques sont aussi considérés comme extraordinaires, de telle sorte que la valeur de leur sûreté ne sait être atteinte que de leur consentement.

Le refinancement de l’entreprise en sursis n’est réglé que par l’article XX58 qui reste assez peu utile en fait.

En effet, il n’y a pas de redressement d’entreprise d’une certaine taille et, en particulier, de grandes entreprises sans financement de la période d’observation et de sortie du plan, que ce soit un financement de campagne, de trésorerie, d’investissement ou de développement. Sans eux, la valeur de l’entreprise pourrait ne plus être faite en *going-concern,* mais probablement en valeur de liquidation alors qu’avec le financement, une entreprise au bord de la faillite – qui n’a plus qu’une valeur de liquidation - pourrait avoir une valeur *going-concern*.

Dans la pratique, certaines banques et *invests* publics acceptent de négocier, durant le sursis, la solution de financement qui pourra se déployer à la sortie de la procédure, mais rarement ce financement est opérationnel durant le sursis.

L’entreprise peut espérer compter sur le factor, lequel dépend des assureurs crédit et du crédit fournisseur. Mais en période de crise, l’assureur crédit retire souvent sa couverture, entraînant l’arrêt du factor. Les fournisseurs ne peuvent plus assurer le financement opérationnel.

Un paradigme nouveau se déduit de la nouvelle approche préconisée par la directive : si le financement est apporté à l’entreprise, sa valeur augmente et partant les droits des créanciers sécurisés aussi…

## Solutions actuelles du droit belge

1. Test de viabilité et protection de la valeur du gage pendant le sursis : Le premier point s’achoppement entre le débiteur et le banquier à qui un financement de la période de sursis est demandé, est la notion de viabilité.

L’actuel article XX.62 est en réalité un test de viabilité et une mesure assurant la protection de la valeur de l’assiette puisque «  *Lorsque le débiteur n'est manifestement plus en mesure d'assurer la continuité de tout ou partie de ses actifs ou de ses activités au regard de l'objectif de la procédure ou lorsque l'information fournie au juge délégué, au tribunal ou aux créanciers lors du dépôt de la requête ou ultérieurement est manifestement incomplète ou inexacte, le tribunal peut ordonner la fin anticipée de la procédure de réorganisation judiciaire par un jugement qui la clôture.* » . Les créanciers peuvent initier la procédure et, en particulier, le banquier ou le fournisseur de financement. Si le sursis peut être obtenu sans l’accord et souvent sans la participation de ces fournisseurs, il ne se maintiendra que parce qu’ils estimeront qu’il est compatible avec leurs intérêts, faute de quoi, ils pouvaient demander la levée de ce sursis en contestant la viabilité du débiteur.

Ce test est cependant insuffisant pour fonder un crédit nouveau : l’examen auquel le juge délégué peut participer est trop limité. Si le tribunal peut imposer des devoirs d’information du débiteur, le contrôle de la viabilité ne porte, en réalité, que sur la période de sursis.

1. Privilège du refinancement pendant le sursis. L’article XX.58 n’accorde par contre aux créanciers qui financent l’activité après le jugement d’ouverture qu’un privilège dette de masse dans l’hypothèse où des nouveaux financements sont accordés postérieurement au sursis en cas de faillite ou de liquidation juste concomitante à la procédure.

La portée de ce privilège résulte des nombreux arrêts qui ont émaillé la question de savoir si la dette de précompte et d’ONSS liée aux salaires payés durant le sursis était une dette rentrant dans le champ d’application de l’art. 58[[217]](#footnote-217) Le législateur a cependant fait un « *hold-up »[[218]](#footnote-218)* en retenant l’amendement qui en acceptait le principe, rendant l’assiette sur laquelle les créanciers se partagent l’actif accessible à des créanciers assez gourmands, réduisant d’autant l’utilité de ce privilège.

On sait que ce privilège avait déjà souvent une assiette très faible, en particulier, en raison qu’il s’exerce sur une valeur de faillite des actifs et surtout en raison du fait que le privilège a été accordé à l’ensemble des cocontractants. Son plus grand désavantage est qu’il est réglé comme un privilège, c’est-à-dire, qu’il est lié à la procédure de liquidation de faillite, par le curateur, au terme des opérations de réalisation. Le créancier, non seulement, risque de recevoir un dividende largement amoindrie par les dettes de masse, mais encore un dividende payé dans fort longtemps. L’article 58 reprend la règle de l’article 37 LCE en ce que le paiement des créanciers de masse ne sera prélevé par priorité sur le produit de la réalisation des biens sur lesquels un droit réel est établi que dans la mesure où les prestations ont contribué au maintien de la sûreté ou de la propriété. La Cour de Cassation[[219]](#footnote-219) a dit qu’il fallait, mais qu’il suffisait que les prestations contribuent au maintien.

1. À défaut d’autres privilèges accordés tels le privilège *New Money* accordé aux créanciers français, par exemple, qui, en période de conciliation, accorde du crédit à la société pour lui permettre de mener à bien sa restructuration ou le privilège Post Money attribué aux créanciers français qui financent l’activité après le vote du plan de PRJ (de sauvegarde) ou encore le *DP Financing* américain qui accorde un gage réel sur les actifs financiers, le droit belge ne permet pas le refinancement effectif de l’entreprise qui doit donc attendre la fin de la procédure pour obtenir de nouveaux financements.

L’utilisation de l’accord amiable[[220]](#footnote-220) avant le dépôt de la procédure ou dans le cadre de la procédure, en poursuivant deux objectifs distincts, peut éventuellement être utilisé pour permettre la prise d’un gage sur certains éléments d’actifs du débiteur. Si cet accord amiable est validé par le Tribunal, l’on peut espérer, d’une part, échapper à la période suspecte et, d’autre part, échapper à la remise en cause pour violation de l’ordre public. La pratique reste cependant très aléatoire.

1. Protection de la créance sécurisée. L’article XX.74 protège la créance extraordinaire (sécurisée) en prévoyant d’une part le « *paiement des intérêts qui leur sont conventionnellement ou légalement dus sur leurs créance* », et d’autre part, « *que le sursis que l’on peut imposer porte sur l'exercice des droits existants des créanciers sursitaires extraordinaires pour une durée n'excédant pas vingt-quatre mois à dater du jugement d'homologation*». Le texte permet une prorogation extraordinaire de ce sursis pour une durée ne dépassant pas douze mois. Dans ce cas, le plan prévoit « *qu'à l'échéance du premier délai de sursis, le débiteur soumettra au tribunal, son créancier entendu, la preuve que la situation financière et les recettes prévisibles de l'entreprise la mettront, selon les prévisions raisonnables, à même, à l'expiration de cette période supplémentaire, de rembourser intégralement les créanciers sursitaires extraordinaires concernés, et qu'à défaut d'apporter cette preuve, le tribunal entendra ordonner la fin de ce sursis* ». Cette protection est adéquate dans la mesure ou le créancier impayé des intérêts ou des échéances pourra demander la révocation du sursis et partant procéder soit à l’exécution soit à la faillite. Certains créanciers pour certains droits ne seront même pas affectés par le sursis.

## Solutions de la directive

1. Encourager les financements de l’entreprise en difficulté. Face à si peu de solutions dans de nombreux pays, les articles 16 et 17 de la directive incitent les Etats à protéger la valeur de leurs entreprises et les droits des créanciers pour développer leur économie en donnant au juge le pouvoir de valider, durant la période de sursis, les nouveaux financements et ainsi de valider la prise des garanties spéciales qui peuvent être accordées.

Les Etats doivent au moins encourager ces financements.

Ils doivent aussi les protéger contre le risque de la période suspecte sauf s’ils ont été réalisés de manière frauduleuse et de mauvaise foi.

Les créanciers qui leurs apporteraient ces financements devraient échapper, sauf dans les mêmes cas, à des actions de responsabilité pénale ou civile. Il en est de même pour les transactions réalisées pour favoriser la négociation d’un plan si elles sont étroitement liées à cette négociation (comme les honoraires des intervenants, les salaires pour des travaux exécutés, des paiements nécessaires et raisonnables dans le cadre de l’activité).

Les Etats peuvent imposer que les transactions visées soient approuvées par un praticien de l’insolvabilité.

En permettant aux Etats d’accorder un privilège spécial ou un gage à ces crédits, la directive incite les Etats à permettre le sauvetage des entreprises par leur refinancement, y compris pendant la période d’observation.

Ces crédits peuvent ne pas porter que sur la trésorerie mais également sur des investissements susceptibles de créer de la valeur future.

La valeur des actifs gagés devient ainsi l’assiette de crédit qui peut permettre de mieux valoriser l’entreprise et donc de payer mieux les créanciers par application de la règle de la priorité absolue.

Le 68ème motif admet que les abus puissent survenir dans le cadre de ce refinancement ce qui explique le contrôle du juge. Il limite donc les financements à ceux qui permettent la poursuite ou la survie des activités ou qui préservent ou accroissent la valeur de ces activités dans l’attente de la valorisation du plan.

La directive permet au juge d’effectuer sur ce critère un contrôle *ex ante* (avant la validation).

C’est donc encore une fois l’approche de valeur qui va déterminer le contrôle du juge qui devra apprécier si le financement augmente ou non la valeur nette du débiteur au moment où il devrait appliquer la règle de priorité absolue

N’oublions pas que le même juge est celui qui a pu ordonner une suspension des poursuites à l’encontre des créanciers en se basant sur la protection de la viabilité du débiteur et sur la capacité de conclure un accord avec eux pour assurer cette viabilité, celui qui a pu valider les classes de créanciers dont le vote va déterminer de manière presque mécanique la règle de priorité absolue ou relative et permettre le *Cram-down.* C’est dire que depuis sa première intervention jusqu’à sa décision, la question de la valeur de l’entreprise est au cœur de son intervention. On y revient.

## Solutions issues du droit Américain

1. Le droit du débiteur de poursuivre ses affaires implique qu’il se finance Le code envisage le *Chapter 11* comme une procédure de Pre-*Insolvency* ou le débiteur poursuit son exploitation[[221]](#footnote-221). Le Code prend donc en compte le fait qu’il doit nécessairement pouvoir se financer (*Debtor in possession* *financing* ou *DIP* *financing*). Ce financement est « *normal* » et est négocié auprès des banques, du monde financier ou des investisseurs à des conditions propres à chaque cas. Son statut particulier lorsque pend une procédure de *Chapter 11* est même souvent la raison pour laquelle on dépose un *Chapter 11* puisque ce statut va aider à financer[[222]](#footnote-222) notamment en raison du contrôle par le juge. Une étude du *DIP* *financing* montre des cas dans lesquels ces financements ont été très favorables et ceux qui ont été défavorables aux *stakeholders*[[223]](#footnote-223)*.*
2. Le droit américain protège mais pas de manière absolue le créancier sécurisé. L’article 1129(b)(2)(A) ne protège pas de manière absolue le créancier sécurisé puisque même sans son accord, dans certains cas jugés « *Fair* *& équitable* », il pourra subir un plan qui ne lui convient pas[[224]](#footnote-224). Les arrêts récents de la Cour suprême ont libéralisé encore cette pratique[[225]](#footnote-225) en estimant que le droit de la faillite visait à « *maximaliser le remboursement des créanciers* » plus qu’à payer totalement des créanciers sécurisés puisque le droit de la faillite doit prendre en compte aussi les employés, les clients et les fournisseurs [[226]](#footnote-226). Leur opposition au *DIP* *financing* peut donc être, en droit Américain, dangereuse car un plan plus défavorable peut leur être imposé.

1. La demande de *DIP* *financing* est souvent faite en même temps que la demande d’ouverture de la procédure, de telle sorte que la documentation que le juge examine au moment de la 1ère comparution contient tous les éléments sur les flux financiers et sur la valeur de l’entreprise qui se déduit des flux et qui justifie l’octroi de ce financement. Le débiteur fait la démonstration des valeurs [[227]](#footnote-227). Ces financements sont obtenus dans les 30 jours du dépôt de la demande. Après le dépôt de la demande et un délai de15 jours laissé aux créanciers pour contester de manière pertinente la demande, des *hearings* sur le financement ont lieu. Le *Chapter 11* est propice aux nouveaux financements puisque la demande crée un sursis [[228]](#footnote-228) qui autorise le débiteur à suspendre les paiements en principal et intérêts et par contre à utiliser ses actifs[[229]](#footnote-229), ce qui renforce sa capacité de remboursement d’un nouveau crédit postérieur au sursis et non affecté par ce dernier .
2. La protection adéquate [[230]](#footnote-230). Le refinancement se heurte, en droit Américain, au risque que l’utilisation des actifs et l’octroi de ce nouveau financement affecte la valeur des droits des créanciers sécurisés antérieurs puisque leur sûreté peut diminuer de valeur.

Le droit américain cherche l’équilibre entre les créanciers en leur accordant une adéquate protection par la section 361 qui accorde le droit au créancier sécurisé de demander cette protection.

Le créancier doit d’abord déterminer la valeur de la sûreté à la date de la demande. La Cour Suprême[[231]](#footnote-231) a indiqué que cette valeur était la même que celle à retenir sous la section 506, c’est-à-dire, la valeur dans la perspective de la réalisation, de la cession ou de l’usage du collatéral. De ce fait, 3 méthodes sont utilisées pour fixer cette valeur : la valeur de remplacement, la valeur de « *fermeture* » qui est assimilable à la valeur de liquidation[[232]](#footnote-232) et la moyenne entre les deux. La valeur de remplacement est celle sur un marché « *Fair* », c’est-à-dire, sur le marché du débiteur, pour des conditions et un temps de réalisation normal[[233]](#footnote-233). Comme dans les autres cas où le juge procède à une évaluation, il dispose d’un pouvoir assez large pour tenir compte des circonstances concrètes.

Il faut ensuite é*value*r la valeur de la sureté au moment où la protection est demandée c’est-à-dire au moment où sa valeur aurait diminué ou pourrait diminuer. Le débiteur opposera qu’il ne faut pas retenir ici la valeur de liquidation mais bien la « *Fair* *value* » [[234]](#footnote-234),puisque le bien est toujours utilisé en *going-concern* dans le cadre d’une exploitation pouvant encore conduire à un plan approuvé s’il prouve que les évidences ne sont pas qu’il va devoir convertir la procédure en *Chapter 7* rapidement. C’est ainsi une valeur de « *réorganisation* »[[235]](#footnote-235). Les cours, sur base du précédent ResCap, retiennent, lorsque cette démonstration est faite, une valeur *going-concern*[[236]](#footnote-236) où la valeur de remplacement [[237]](#footnote-237) peut être retenue.

La section 363 autorise le créancier à obtenir une indemnisation de la perte de valeur pendant la procédure[[238]](#footnote-238)[[239]](#footnote-239) qui est une créance supplémentaire à régler dans le cadre du plan. Le cas de l’affaire Sears[[240]](#footnote-240) est illustratif[[241]](#footnote-241) : la dette avant la demande est de 1.6 milliard de dette sécurisée de 1er rang et 1.15 milliards de dette sécurisée de second rang . Elle obtient du *DIP* *financing* qui prime ces deux rangs de sa société mère. Le plan consiste à vendre les magasins qui ne sont plus rentables et de relancer les autres par des investissements en *marketing*. Le contentieux sur l’adéquate protection – sur la valeur de la diminution de valeur des magasins- fut tranché en référence à la décision Rash de la Cour suprême pour rejeter la perte de valeur.

1. L’autorisation du juge. Souvent, les juges admettent des crédit couvrant des besoins opérationnels normaux dans le cours des affaires[[242]](#footnote-242), par exemple, pour couvrir les frais généraux et les achats nécessaire, souvent après un *hearing* assez précis et documenté [[243]](#footnote-243).

Mais d’autres types de crédits peuvent être autorisés : dans l’affaire HERTZ , le juge a même autorisé un *DIP* *financing* via une augmentation de capital ou une cession d’actions propre[[244]](#footnote-244) et via un prêt servant à financer des investissements.

Le financement peut être *pari passu* avec les créanciers séniors, si bien que dans ce cas, la sûreté a la même position que les autres sûretés antérieures sur une assiette présumée plus grande.

Mais il est possible d’obtenir une sûreté préférentielle : un « *priming* »[[245]](#footnote-245) ou un « *super priority* »[[246]](#footnote-246) qui aurait un 1er rang sur les créanciers, y compris les sécurisés, si un autre financement est impossible et que ce crédit est vraiment nécessaire pour préserver la valeur et ne crée pas de préjudice excessif aux créanciers antérieurs[[247]](#footnote-247). Pour obtenir cette autorisation, une évaluation est nécessaire car le débiteur doit prouver que ce crédit ne créera pas de dommage aux créanciers[[248]](#footnote-248). La section 364 impose de vérifier que cela n’affecte pas les créanciers.

Obtenir une telle sûreté qui prime sur les autres modifie radicalement le pouvoir de ce créancier dans l’approbation du plan. Il sera la classe dont le consentement sera nécessaire et souvent le bénéficiaire de la reprise ou de la cession, comme cela a été le cas, par exemple, pour le repreneur américain de Pain Quotidien qui a financé la poursuite d’activité et le coût du *Chapter 11.* A l’occasion de ce débat, un débat sur la valeur actuelle et la valeur future sera engagé[[249]](#footnote-249).

Les créanciers peuvent s’opposer à cette autorisation[[250]](#footnote-250) en rapportant la preuve que ce crédit va affecter leurs intérêts, c’est-à-dire, la valeur du sous-jacent.

Le contrôle du juge est assez large. Il peut prendre en compte l’intérêt du débiteur, ou des créanciers[[251]](#footnote-251), ou la probable augmentation de valeur du débiteur [[252]](#footnote-252). Il faut aussi rapporter la preuve qu’un autre crédit normal ne peut être trouvé[[253]](#footnote-253).

Le contrôle du juge, après l’avis du comité des créanciers, peut porter sur toutes les conditions contractuelles qui, souvent, recèlent des clauses exorbitantes comme la nécessité d’obtenir l’accord du prêteur sur les proposition du plan, ou des clauses d’intérêts, ou de frais et *fees* importants, le choix des dirigeants, les prix de cession de certains actifs.

Dans un cas [[254]](#footnote-254), la Cour considéra que ces conditions donnait au financeur un contrôle trop grand sur l’entité. Dans d’autres, les taux élevés (15 %), les dates de remboursement et les effets des sûretés qui donnaient un vrai droit n’ont pas été jugés problématiques[[255]](#footnote-255). Le cas Lyonnel est pertinent : des taux de 20 % et un vrai contrôle du prêteur sur les affaires du débiteur fut approuvé[[256]](#footnote-256). Dans d’autres cas, le contrôle trop grand du créancier conduisit au rejet de l’autorisation.

1. Le marché du *DIP* *financing* : Une étude a été réalisée sur base de 685 dossiers[[257]](#footnote-257), 30.67 % ont obtenu un *DIP* *financing* , sur ceux-ci, 15% avaient réalisé un prépack, alors que les actifs représentaient, dans les livres, 83% des dettes et, en valeur réelle, 51%. L’étude mentionne le type d’entreprises et leur taille, l’influence que le *DIP* *financing* a sur la réussite de la procédure, les effets sur la rapidité de la procédure, les effets des prêts accordés par des créanciers existants ou par de nouveaux acteurs. L’étude avait ainsi pour objectif d’aider à trancher un antagonisme : pour certain, le *DIP* *financing* par la super priorité affecte le droit des créanciers existants et favorise la spéculation [[258]](#footnote-258), pour d’autres, le *DIP* *financing* sauve des entreprises, crée de la valeur[[259]](#footnote-259) et participe à mieux payer les créanciers en n’affectant pas les créanciers[[260]](#footnote-260). L’étude montre, statistiques à l’appui, qu’accordé à des entreprises viables, le *DIP* *financing* permet de sortir plus vite et mieux le débiteur, y compris pour les créanciers, de la procédure. Il faut bien sûr sélectionner les entreprises qui en valent la peine. Les petites entreprises trouvent ces financements chez leurs créanciers tandis que les grandes entreprises doivent recourir à des acteurs spécialisés du marché.

## Conclusions provisoires

1. La relation à la règle de priorité absolue. Si la priorité absolue est définie comme l’obligation d’allouer la valeur going-concern de l’entreprise d’abord aux classes supérieures, en priorité absolue, à la gradation des priorités, on doit admettre que tous les créanciers ont intérêt à laisser financer l’entreprise – tant durant le sursis qu’après – pour augmenter la valeur distribuable et ainsi assurer une distribution la plus grande à plus de classes.

Si, inversement, le créancier garanti n’est pas assuré de garder une valeur à son assiette au moins aussi grande qu’il n’avait avant le financement, il n’a pas intérêt à laisser se réaliser un crédit.

Ce sont donc les règles qui seront retenues sur la priorité absolue ou relative – et que nous examinons ci-après – qui fixe la possibilité de refinancer ou non les entreprises.

# Valeur et négociation de valeur en droit belge

## L’intérêt de la question

1. Interdiction ! L’article 490*quater* du Code pénal punit ceux qui ont stipulé avec un débiteur ou avec d’autres personnes des avantages particuliers pour orienter le sens de leur vote sur le plan et punit aussi ceux qui ont conclu un accord particulier en vertu duquel il résulterait des avantages en leur faveur à charge de l’actif du débiteur.

Derrière cette interdiction[[261]](#footnote-261) se cacherait peut-être une vision selon laquelle la négociation entre créanciers et débiteurs ne pourrait pas aboutir à des avantages ou au moins des avantages particuliers, ce qui rapporté à la question des valeurs créerait, comme on l’a déjà vu, peut-être de grandes difficultés, surtout si tout l’intérêt de la règle de priorité absolue ou relative serait de pousser à la négociation et de favoriser des accords. Cela en changerait totalement la fonction et la nature du point peut être d’en revoir la portée.

## Interprétation de l’article 490quater du CP

1. Portée exacte de la disposition. La meilleure doctrine[[262]](#footnote-262) semble retenir que ce texte était applicable à des accords nécessaires à l’obtention d’une majorité[[263]](#footnote-263) (en raison de l’exigence d’un dol spécial) qui apporterait aux créanciers votants un avantage hors proportion pour opérer ce vote. Un auteur[[264]](#footnote-264) soutient qu’il faut une volonté de nuire ou de se procurer un avantage illégal.

Une lecture stricte du texte ou des travaux parlementaires ne permet pas d’en déduire une interprétation aussi exigeante. Est-ce que, à l’heure où des poursuites sont engagées par le Parquet liégeois de ce chef - y compris contre un avocat - l’obtention d’un pourcentage très différent pour certains créanciers par rapport à d’autres par le classement d’un créancier dans une catégorie de créanciers, le paiement au titre sursitaire de créances nécessaires, le paiement des arriérés à un créancier à prestation successive, ou d’une rémunération en actions plus grande que celle qui serait « *normale* », seraient-ils des avantages à charge du débiteur. La reconnaissance de la qualité de créancier extraordinaire à un gage sur des actifs externes au débiteur ou d’une assiette importante à cette créance pourrait-il être aussi être visé[[265]](#footnote-265) ?

En visant le terme « *accord particulier »*, l’article 490*quater* du Code pénal semble vouloir identifier un accord qui n’est pas un accord général, c’est-à-dire, un traitement qui serait accordé à un créancier avec qui on aurait négocié en le traitant différemment des autres créanciers.

Le concept a de quoi surprendre dès lors que la loi autorise expressément l’existence de catégories de créanciers à qui des propositions différenciées sont faites sous la seule réserve de l’absence de discrimination. La PRJ peut même avoir pour but un accord amiable dont le but est de protéger de la période suspecte des créanciers particuliers, forcément à l’exclusion des autres et, en cas de faillite, peut-être à leur détriment. Par définition, une catégorie de créanciers différenciés aura un avantage particulier puisque la loi ne prévoit pas de traiter les créanciers d’après des rangs et des privilèges, mais seulement selon des considérations économiques qui tiennent à l’économie de l’entreprise et à sa continuité.

L’avantage donné est d’ailleurs toujours à charge de l’actif du débiteur. Certes, le texte vise aussi des avantages particuliers obtenus par le créancier en dehors de l’actif du débiteur. L’avantage à charge du patrimoine du débiteur est aussi une notion critiquable dès lors que dans un accord collectif, le créancier est payé avec un dividende, de telle sorte que si le paiement intervient, le débiteur échappe ainsi à la faillite et le patrimoine du débiteur continue de lui appartenir et n’est plus le gage commun des créanciers.

Même une conversion en action pourrait être à charge du patrimoine en cas de réduction de capital, de distribution de dividende, de démission.

On pourrait soutenir que le fait de traiter de la même manière tous les créanciers alors que certains auraient eu droit à un avantage différent selon une analyse plus économique de leur nature de créance ou de types de créanciers ou de leur importance serait aussi concéder un avantage particulier[[266]](#footnote-266).

Le principe de la négociation est aussi une notion incertaine. Le principe de la « *discussion* » avec les créanciers n’est pas exclu du livre XX, l’article XX.64 consacrant même « *un accord entre le débiteur et au moins deux de ses créanciers en vue de l'assainissement de sa situation financière ou de la réorganisation de son entreprise* » et sauf à nier la réalité, une telle discussion est nécessaire pour fixer les créances sans devoir faire intervenir, pour chaque créance, le tribunal sur pieds de l’article XX.68 et XX.69, pour obtenir du refinancement, pour éviter la résiliation des contrats à prestations successives, pour éviter la mise en œuvre des garanties loi sûretés financières qui priverait l’entreprise des paiements de ses clients, avec la banque pour disposer des garanties bancaires nécessaires à la poursuite d’activité, aux créanciers avec réserve de propriété ou clause de compensation ou avec les leasers, les fournisseurs stratégiques qui peuvent refuser de livrer les nouvelles fournitures, avec des clients pour le non remboursement des garanties ou des acomptes,…

Sans aucune information (qui est de suite une discussion et une négociation) aux créanciers de l’évolution de la procédure pendant la période de sursis, un créancier pourrait fort bien assigner en révocation du sursis, exiger le paiement de sommes dans le cadre de contrats à prestations successives, ce qu’il ne ferait pas dans le cadre d’une bonne information, voire demander la désignation d’un administrateur provisoire ou d’un mandataire de justice à défaut de transparence sur le suivi de la procédure, ce qui détruirait le principe des procédure avec le débiteur en possession afin de les rendre plus efficaces.

La détermination de la valeur de l’entreprise est aussi nécessairement le résultat d’une négociation : la valeur liquidative restera incertaine et même les tribunaux s’écartent des expertises théoriques si le marché dément des appréciations purement intellectuelles. La valeur *going-concern* dépend seulement des perceptions du marché d’acheter, d’investir ou de contracter ou non.

Admettre que toute discussion est en soi susceptible de rentrer dans le champ du droit pénal transformerait les organes du débiteur et, en fait, ses conseils en une sorte d’acteurs abstraits devant définir, sans aucune forme de discussions généralement quelconques avec les créanciers, la meilleure manière de traiter les créanciers. Cette solution semble totalement excessive. Cette solution n’est pas conforme aux standards de ce qui est pratiqué à l’étranger ni en Belgique et, à vrai dire, n’est pas souhaitable.

## La directive impose un modèle négocié

1. La directive souhaite, au contraire, que les plans soient élaborés sur base d’une négociation. Son approche, basée sur le standard américain, anglais et français, veut au contraire favoriser la négociation avec les créanciers en évitant le risque de collusion par des mécanismes nouveaux et différents.

La détermination des classes de créanciers, qui a une importance capitale dans le droit de vote et le calcul de la majorité, se fera après discussions entre les créanciers et le débiteur.

Le sursis provisoire accordé par la directive vise à permettre une négociation confidentielle entre créancier et débiteur.

Les refinancements qui seront avalisés par le juge le seront après des négociations importantes entre créanciers et débiteur.

La poursuite de l’endettement pendant la période sursitaire qui pourrait être autorisée par le juge, notamment pour les contrats onéreux ou pour les frais de conseil ou de défense, suppose également une discussion entre créanciers.

Pour éviter une « *collusion »*, la directive réserve au juge un pouvoir important, lui donne la possibilité de désigner un praticien, impose des responsabilités spéciales aux administrateurs et, surtout, rend un vrai pouvoir au juge pour la validation du plan et le *Cram-down* en les basant sur des valeurs plus « *objectives* ».

1. Expertise de valeurs si l’article 490*quater* devait ne pas être revu au moment de l’introduction de la directive. L’avocat de la société et les organes du débiteur devront donc recourir à des expertises de valeur qui détermineraient quelle serait une évaluation (ou une gamme d’évaluation) normale de cette valeur.

Plusieurs expertises peuvent être nécessaires pour éviter des critiques sur la méthodologie et pour apporter des garanties raisonnables de l’indépendance des experts. Si le plan est bâti sur de tels avis et sur des démonstrations intellectuelles dans le plan de la discussion des hypothèses aboutissant à ces valeurs qui, à la fois, seraient transparentes et raisonnables, il sera, selon moi, difficile de soutenir l’existence d’un dol a fortiori spécial. En tout cas, il me semble personnellement – sous réserve des décisions à venir - que soutenir l’application de la loi pénale dans ces cas ne répondrait pas à la fonction d’ordre public du droit pénal.

Reste à savoir si un avantage particulier reste critiquable si le traitement même favorable ou différencié est transparent, justifié et documenté comme n’étant pas anormal par rapport à la situation de ses créanciers et donc proportionnel à la nécessité de continuité de l’entreprise. Le juge, au moment de l’homologation, pourrait inclure – dans son contrôle de l’ordre public – l’existence ou l’inexistence de tels avantages dits « *anormaux* » et voir s’ils sont justifiés. S’il constatait que le plan décrit de manière objective les avantages sans qu’il n’y ait eu de place ou eu d’effets anormaux à la négociation, il pourrait avaliser le plan tandis qu’il devrait le refuser s’il aboutissait à la conclusion que les avantages tirés par certains créanciers ne peuvent provenir que d’une négociation.

La question de la négociation coupable ne se pose pas à l’intérieur des limites de valeur rendues objectivées et transparentes qui résulte d’expertise et de la démonstration de leurs propositions à l’intérêt collectif des *stakeholders*.

## Conclusion provisoire

1. Conclusion provisoire. L’article 490*quater* du Code pénal semble totalement contradictoire avec le principe de la directive. Le contrôle nouveau effectué par le juge, sur base d’un traitement « *Fair »* et d’une des règles de priorité (absolue ou relative) fondée sur les valeurs de liquidation ou *going-concern*, semble protéger suffisamment les créanciers d’accords anormaux. Rendre impossible ou très dangereux de telles négociations semble, en soi, contraire aux objectifs impératifs de la directive.

# Valeur et paiement des créanciers ordinaires

## Position de la question

1. En droit interne : les articles XX.72 et XX.73 permettent de proposer un plan offrant aux créanciers des paiements différenciés. Cette différence doit répondre aux conditions fixées par la Cour Constitutionnelle qui a interprété les articles 10 et 11 de la Constitution. Le livre XX ne contient pas d’autres principes explicites, si ce n’est les règles de qualification entre créanciers ordinaires et extraordinaire, de traitement entre créanciers.
2. La question de la priorité absolue en droit Américain. Dans le système Américain, la section 1129 semble disposer un traitement qui ne peut pas être différent de celui qui attribue le paiement d’abord aux classes de créanciers supérieurs avant de pouvoir attribuer un paiement à des classes inférieures. C’est évidemment cette règle qui, associée à la valeur going-concern de l’entreprise qui est la limite du traitement des créanciers, crée l’efficacité du système américain : il est cependant essentiel d’examiner avec attention si, en réalité, le système permet ou non un traitement différent de cette règle et si oui, sur quelle base.
3. La question de la priorité relative. Dans la règle européenne, l’article 11, 1° c), la règle de priorité absolue semble reprise : les classes affectées dissidentes doivent être traitées de manière aussi favorable que toute autre classe de même rang et de manière plus favorable que toute classe de rang inférieur.

Cependant, l’article 11, 2° permet deux dérogations : la plus importante pour le sujet qui nous intéresse : les Etats peuvent déroger à la règle de priorité absolue de l’article 11, 1° c) si elles sont nécessaires pour atteindre les objectifs du plan de restructuration et si le plan ne porte pas une atteinte excessive aux droit ou intérêts des parties affectées.

1. Effet en droit interne. La question au cœur de ce titre est donc d’examiner l’intégration d’une règle de priorité absolue – qui est le principe général – qui modifie de manière essentielle l’allocation du disponible (ou inversement de la perte) aux créanciers et quelles seraient les limites d’une règle qui y dérogerait – aux cas d’espèce – sur pieds de l’article 11, 2° dernière phase.

## Le traitement en classes

1. La notion de classes. L’objectif essentiel retenu par la directive – et à mon avis sur ce point par des dispositions impératives - est de sortir du modèle d’un seul collège de créanciers pour substituer à ce modèle plusieurs collèges de créanciers appelés « *classes de créanciers »*.

Même si la présente contribution n’a pas pour objet l’étude de cette notion, il faut noter que la notion n’est pas une de celles définis à l’article 2 10° si l’article 2, 10° en définissant les parties affectées fait référence aux classes de créanciers. La notion est évoquée au 44ème considérant comme nécessaire à « *garantir que des droits sensiblement similaires soient traités de manière équitable et que les plans de restructuration peuvent être adoptés sans porter injustement préjudice aux droits des parties affectées »*. Il s’agirait de regrouper les parties affectées en classes qui correspondent aux critères de répartition du droit national, c’est-à-dire, leurs droits, leur rang, mais aussi leurs intérêts. Le texte poursuit sur cette notion d’intérêt en précisant : les Etats membres doivent répartir en classes bien distinctes les créanciers des créanciers qui ne partagent pas une communauté d’intérêt suffisante, par exemple, les administrations fiscales ou de la sécurité sociale, ou en partie garantie de la créance et en partie non-garantie de la créance pour un même créancier, voire même une catégorie non-diversifiée ou vulnérable, comme les travailleurs ou les petits fournisseurs.

Au considérant 46, la directive demande d’assurer un traitement adéquat de cette question que la directive présente comme ayant « *une importance particulière »*, notamment en citant l’exemple des créances des parties liées. Les créances contestées pour lesquelles un droit de vote pourrait être attribué ou les créances éventuelles.

La notion réapparaît à l’article 8 qui prescrit de regrouper les créances affectées dans des classes dans le plan ainsi que la valeur respective des créances et intérêts dans chaque classe.

L’article 9 parle de la classe des « *subordonnés* » ou de rang inférieur aux chirographaires. Mais c’est l’article 9, 4° qui prescrit la règle essentielle : pour l’adoption du plan, le juge doit vérifier que les parties affectées sont réparties dans des classes distinctes représentatives d’une communauté d’intérêt suffisante, sur base de critère vérifiable, conformément au droit national à l’intérieur de la classe des chirographaires, la possibilité d’y déroger pour les créanciers vulnérables comme les petits fournisseurs.

1. L’utilité des classes. Tout d’abord, la notion permet de calculer la majorité pour adopter le plan : une fois réunis en classes et ces classes validées, les créanciers s’expriment à travers le vote par classe. L’article 9 prescrit, en effet, que la plan sera adopté si une majorité calculée sur le montant des créances et des intérêts est obtenue dans chaque classe et si – article 11 – il a été approuvé par une majorité de classes de parties affectées.

Ensuite, la notion sert à valider le traitement proposé aux créanciers puisque – article 10, 2° - les créanciers partagent une communauté d’intérêts suffisante au sein de la même classe, doivent bénéficier d’une égalité de traitement et doivent être traités de manière proportionnelle à leur créance.

La notion sert à appliquer la règle interclasse, il faut – article 11 – au moins un vote de la classe des garantis – ou supérieurs aux autres ou de vote d’une classe qui ne bénéficierait pas d’un paiement sur base des règles de liquidation.

Mais surtout, la classe sert à la règle de priorité. Une classe dissidente ne peut être traitée de manière plus favorable que des classes de rang inférieur.

1. La dérogation aux classes. La notion n’impose pas une expropriation totale des droits propres du créancier.

Le créancier est frappé individuellement – ou semi-collectivement – de la suppression des poursuites et dispose d’un droit propre de demander la levée de la suspension des poursuites, notamment si ce créancier démontre que les négociations relatives au plan n’aboutissent pas ou s’il subit ou subirait un préjudice excessif du fait de cette suppression.

Le créancier a un droit individuel de contester qu’il ne reçoit pas autant qu’il ne recevrait dans la valeur de liquidation.

Le créancier peut contester l’application – interclasse – et même la règle de constitution des classes, voire exercer un recours en demandant une indemnisation de la perte subie si le plan est en définitive adopté[[267]](#footnote-267).

Mais le créancier peut – si la législation nationale le prévoit – contester un plan qui, au sens de l’article 11 2°, in fine « *porterait atteinte de manière excessive à ses droits ou intérêts* ».

1. Essai de synthèse. Si l’on écarte provisoirement l’exception de la priorité relative (article 11 - ° in fine), on perçoit que la classe de créanciers est une notion qui ne recouvre pas nécessairement les rangs de manière systématique – les créanciers vulnérables ou petits fournisseurs peuvent être – doivent être distingués, par exemple, des chirographaires, mais qui tout à la fois si elle impose de réunir les créanciers d’après leur « *droit sensiblement similaire »* pour être traité « *équitablement »* en fonction pas seulement de leurs droits, mais aussi de leurs intérêts, voire d’une « *communauté d’intérêts suffisante »*, cette notion n’écarte pas – dans la règle de priorité absolue [art. 11, 10° c)]un classement hiérarchique des classes depuis la classe supérieure jusqu’à l’inférieure, voire en mettant des classes au même rang.

## La discrimination en droit belge

1. La discrimination fondée sur les articles 10 et 11 de la Constitution : la règle actuelle permettant au juge de valider un plan apportant un traitement différent aux créanciers est celle issue des articles 10 et 11 de la Constitution. Le traitement différencié a été introduit par l’article 29 §3 de la loi du 17 juillet 1997 relatif au concordat en rupture avec le principe de l’égalité des créanciers qui, selon la Cour de Cassation, empêchait d’attribuer à un créancier de même rang un paiement dans une proportion plus grande[[268]](#footnote-268) et partant qui imposait de respecter au moins les rangs.

La Cour de Cassation, en 2005, estima que le principe de l’égalité des créanciers n’est pas d’ordre public[[269]](#footnote-269).

La Cour constitutionnelle a, par son arrêt du 12 février 2009, appliqué à la différenciation des créanciers les articles 10 et 11 de la Constitutions. En rappelant que la discrimination peut se constater si on ne traite pas des personnes se trouvant dans une situation comparable, la Cour a demandé que ces différences soient justifiées par un rapport raisonnable de proportionnalité entre les moyens utilisés et le but recherché[[270]](#footnote-270).

Dans son arrêt du 18 janvier 2012[[271]](#footnote-271), la Cour a précisé comment le juge judiciaire pouvait exercer son contrôle en rappelant qu’il « *n’est pas souhaitable que le Tribunal apprécie la viabilité économique du plan et qu’il revenait aux seuls créanciers de se prononcer sur ce point »*. La Cour limite le pouvoir du juge à vérifier : « *s’il existe une justification raisonnable à ce règlement »*. Selon la Cour de Cassation[[272]](#footnote-272), est raisonnable une justification qui se base sur une proportionnalité entre le moyen employé (le type de différence) et le but visé (la continuité de tout ou partie de l’entreprise ou de ses activités). Le but[[273]](#footnote-273) doit être fonctionnel, c’est-à-dire, assurer le maintien de l’entreprise, et ne peut pas être disproportionné, ce que je juge constate de manière marginale[[274]](#footnote-274).

L’arrêt de l’Assemblée Générale du Conseil d’Etat de ce 28 octobre 2020[[275]](#footnote-275) rappelle : « *les règles constitutionnelles d’égalité et de non-discrimination, telles qu’elles sont consacrées dans les articles 10 et 11 de la Constitution, requièrent que toutes les personnes se trouvant dans une même situation soient traitées de manière égale. Le principe d’égalité empêche qu’une distinction arbitraire soit opérée entre les citoyens.*

*Les règles constitutionnelles d’égalité et de non-discrimination n’excluent pas une différence de traitement puisse être instaurée entre certaines catégories de personnes, pour autant que cette différence repose sur un critère objectif et qu’elle soit raisonnablement justifiée. Les mêmes règles s’opposent à ce que des catégories de personnes se trouvant dans des situations fondamentalement différentes par rapport à la mesure attaquée, soient traitées de manière identique sans qu’il existe à cet égard de justification raisonnable. L’existence d’une telle justification doit s’apprécier en tenant compte de l’objectif et des effets de la mesure contestée, ainsi que de la nature des principes en vigueur en la matière. Le principe d’égalité est violé lorsqu’il est établi qu’il n’existe pas de lien raisonnable de proportionnalité entre les moyens utilisés et le but visé. »*.

Le traitement identique de situations fondamentalement différentes par la mesure est donc, sans justification raisonnable, tout autant critiquable que le traitement différent.

1. Proportionnalité en droit Belge. La doctrine a pu écrire que le remplacement de la règle d’égalité par la règle de proportionnalité se dessine en droit belge[[276]](#footnote-276).

Cette proportionnalité peut être examinée entre créanciers, mais aussi entre créanciers et actionnaires[[277]](#footnote-277). La contribution à la continuité – et pas au règlement global et adéquat des créanciers – appréciée par le juge selon la règle du contrôle marginal, suppose quand même du juge d’apprécier la pertinence économique de la continuité.

Le régime mis en place par la jurisprudence de la Cour Constitutionnelle et de la Cour de Cassation, comme l’arrêt PLESSERS l’a mis en exergue – visant avant tout à assurer la continuité de l’entreprise, se fonde aussi sur une analyse de proportionnalité entre l’effort discriminé demandé et le but de préserver cette continuité.

La directive, en ce qu’elle organise la priorité relative, a donc au moins en commun avec les articles 10 et 11 de la Constitution et la règle de proportionnalité à travers le critère « *d’atteinte non-excessive aux droit ou aux intérêts des créanciers »* qui impose une analyse de proportionnalité, le critère a peut-être changé : l’objectif est peut-être, avant d’être la continuité du débiteur, l’intérêt des créanciers estimée sur base de la valeur de l’entreprise. La directive prendrait donc plus en compte l’intérêt des créanciers en invitant le juge à examiner cette proportionnalité au départ de la valeur *going-concern* et de la valeur liquidative de l’entreprise, mais après avoir porté un jugement en estimant la valeur sur la viabilité de l’entreprise. Il peut donc être défendu que la règle de priorité relative ne s’écarte pas du référentiel à la valeur de l’entreprise.

1. Retro-discrimination ? Le Livre XX parlant de traitement différencié n’envisage, me semble-t-il, que l’hypothèse où le débiteur propose des situations différentes à ces créanciers sans envisager la situation du traitement différencié entre créanciers et actionnaires, c’est-à-dire, des cas où les actionnaires conservent pour eux-mêmes une part très disproportionnée de la capacité contributive.

La doctrine a déjà admis[[278]](#footnote-278) comme la jurisprudence d’ailleurs[[279]](#footnote-279) que : «  *la règle de proportionnalité conduit aussi à penser qu’une comparaison entre les efforts des actionnaires ou associés et ceux des créanciers n’est pas déplacée, pour dire le moins* »[[280]](#footnote-280). Si le juge devait refuser, pour ce motif, l’homologation, il devrait rouvrir les débats sur base des critères qu’il indique dans sa décision pour permettre une adaptation du plan et la rencontre des critères qu’il aurait ainsi édictés.

Cette étude sera plus délicate si on propose aux créanciers une conversion en action. Au cœur de l’augmentation de capital par conversion des créances comme moyen d’accorder à un créancier un intéressement sur les bénéfices futurs et au cœur de la question de la valorisation du gage pour définir l’assiette de la créance extraordinaire se cache également une possible discrimination qui suit le risque de conflit d’intérêt pouvant exister entre l’actionnaire - cherchant à maximaliser sa valeur future et les créanciers dont il faudrait également rechercher la maximalisation de leurs intérêts et entre le créancier convertissant qui a une chance de récupérer 100 %, voire une plus-*value* et le créancier non-convertissant qui sera payé en monnaie de PRJ.

1. Existera-t-il une incompatibilité constitutionnelle d’intégrer la directive ? Nous ne le pensons pas pour différentes raisons.

La règle de l’interprétation conforme devrait donner la possibilité au juge d’interpréter les critères retenus par la Cour Constitutionnelle au regard du nouveau critère imposé par un ordre juridique européen fondé sur des motifs d’ordre public que sont la protection de l’Union monétaire et financière et la stabilité bancaire. La proportionnalité de l’intérêt défendu par la règle à la mesure concrète de l’inégalité sera examinée par une règle de proportionnalité adaptée (plus seulement en rapport à la continuité de l’entreprise ou la viabilité) mais aussi par rapport aux intérêts ou aux droits des créanciers appréciés par le rapport à la valeur de liquidation ou *going-concern* en tenant compte de la nature et de l’importance de l’affectation de l’intérêt du créancier concerné.

Le simple fait que deux créanciers aient un traitement différent en raison de garanties différentes ou d’éléments économiques spécifiques différents, que ce soit l’ampleur de la créance ou les droits attachés à celle-ci, ne devrait pas suffire pour justifier d’un traitement inconstitutionnel interprété à la lueur de la directive et des motifs sur laquelle est fondée. La directive impose la création de classes de créanciers qui, par définition, entraînent une différenciation sur le critère économique. Il est donc possible qu’à travers le critère de la directive, l’examen des traitements différenciés de notre droit interne soit revisité.

En outre, la Cour Constitutionnelle a examiné la question de la proportionnalité au regard du critère de la loi sur le concordat – ou de la continuité – et pourrait devoir le faire sur base des nouveaux objectifs que la loi qui intègrerait et que la directive fixerait.

## Le caractère absolu ou non de la règle de priorité absolue en droit US

1. La notion « *Fair & equitable »*. la notion de « *Fair & equitable* » est reprise à la section 1129. Cette notion a une longue histoire fondée sur la loi anglaise de 1543 et 1571, celle de 1704, sur les arrêts très anciens [[281]](#footnote-281), sur de nombreux arrêts plus récents de la Cour Suprême[[282]](#footnote-282).

Le but, en introduisant en 1978 – dans le Code de la faillite - la règle de priorité absolue, a été de donner aux parties un outil souple – plus qu’une règle totalement absolue. Le but n’était pas de supprimer ce principe de droit commun existant depuis fort longtemps mais, au contraire, d’essayer de donner à ce concept par définition général une application concrète.

La notion « *Fair & equitable* » n’est pas définie au sens strict par le Code [[283]](#footnote-283). La règle de priorité absolue est le minimum d’un traitement « *Fair & equitable »* mais n’est pas la seule règle. La priorité absolue n’est en effet pas la preuve que le traitement soit nécessairement «*Fair et equitable*».

Les juges ont donc essayer de dégager des critères concrets[[284]](#footnote-284).

Si la classe des créanciers sécurisés ne vote pas le plan, par exemple, la Cour peut quand même le leur imposer si le plan ne crée pas de discrimination et s’il est *Fair* et *equitable* par rapport à chacun qui ne l’accepte pas si, premier cas,[[285]](#footnote-285) le créancier sécurisé conserve ses « *intérêt* »s sur sa sureté et reçoit en cash la valeur actuelle de celle-ci (par exemple parce que la propriété lui est cédée)[[286]](#footnote-286) ou si, second cas[[287]](#footnote-287), le plan accorde la vente libre de sureté du bien à une tierce partie ou si la preuve[[288]](#footnote-288) que le paiement fait est indubitablement équivalent.

La Cour Suprême vient d’interpréter cette notion de manière plus libérale[[289]](#footnote-289).

Cette appréciation se fait aussi au regard de la durée des remboursement - en général de 5 à 7 ans - mais parfois, en fonction des circonstances, sur des périodes plus longues, parfois 10 ans[[290]](#footnote-290), parfois plus comme 30 ans[[291]](#footnote-291) en augmentant alors la valeur pour tenir compte des délais de paiement et enfin, troisième cas[[292]](#footnote-292), si la proposition faite dans le plan est « *indubitablement équivalente* », terme non défini qui laisse au juge une grande flexibilité au cas par cas. Dans ce dernier cas, certaines juridictions utilisent la valeur de liquidation ou des valeurs intermédiaires pour fonder leur jugement[[293]](#footnote-293).

Si le plan n’est pas adopté par une classe non-garantie, la Cour peut de même traiter la situation au départ du critère du « *Fair* & *equitable* ». Premièrement [[294]](#footnote-294) si la classe de créanciers récalcitrants reçoit un paiement (en cash, en bien ou en actions) égal à sa créance et, deuxièmement [[295]](#footnote-295), à l’opposé, si aucune classe *unsecured* ne reçoit un paiement66.

On se réfèrera, sur cette notion très importante, à l’excellente contribution sur la jurisprudence récente de la Cour Suprême sur cette exception[[296]](#footnote-296) dans les arrêts RadLAX[[297]](#footnote-297) ou River East[[298]](#footnote-298) ou encore Pacific Lumber[[299]](#footnote-299) ou encore Philadelphia Newspaper[[300]](#footnote-300) pour analyser en détail cette exception.

La conclusion de l’auteur est que le droit de l’insolvabilité, y compris sur cette règle, doit s’adapter à la réalité sociale : si les créanciers sont légitimes à attendre un paiement complet, le droit de la faillite est une règle de distribution légitime des pertes en tenant compte des autres détenteurs d’intérêts[[301]](#footnote-301). Cette règle « *distributive* », matérialisée par la règle « *Fair &* *equitable* », peut signifier la recherche d’une indubitable équivalence entre la règle de priorité absolue et la balance des intérêts de toutes les parties intéressées.[[302]](#footnote-302)

1. La notion du « *gifting* ». Comme nous l’avons expliqué, le système américain a pour but d’obliger les créanciers sécurisés et non-sécurisés à négocier les valeurs de telles sorte que pour éviter une valeur plus basse que celle des *secured* qui les pénaliserait, cette classe laisse volontairement un paiement aux *unsecured,* c’est ce que la doctrine appelle « *Gifting doctrine*». Cette exception à la règle de priorité absolue est admise par de nombreux tribunaux[[303]](#footnote-303) même si d’autres la conteste.

## Contestation de la proposition de paiement dans la directive

1. Montant offert aux créanciers. La directive ne pose pas, comme principe – pour permettre l’approbation du plan – que les créanciers doivent recevoir plus que la valeur de liquidation, mais soumet l’application interclasse qui permet d’imposer aux créancier un vote majoritaire des classes aux classes dissidentes et la vérification soit de la priorité absolue, soit de la priorité relative.

Ainsi, si les créanciers sécurisés ou privilégiés ne reçoivent pas, dans la règle de priorité absolue, le traitement le plus favorable - en réalité, un traitement « *plus favorable* » que les classes inférieures - le juge devrait refuser l’application interclasse. Cette notion « *plus favorable* » n’est pas décrite au considérant 55 autrement qu’en précisant que les créanciers affectés dissidents peuvent être protégés par un paiement intégral, cette dernière notion de paiement intégral pouvant être appréciée par la législation nationale : à travers un calendrier, si le montant principal et la valeur de la sûreté est protégée, ou à travers des « *moyens équivalents »* à un paiement (par exemple, une rémunération en action).

Le paiement intégral – à la manière de la règle de priorité absolue américaine qui ne permet d’attribuer aux classes inférieures que la partie de valeur qui dépasse la valeur going-concern des classes correspondant à la valeur des créances de classe supérieure – connaît donc deux exceptions : les modalités – calendrier ou moyen équivalent – et règle de priorité relative. Un paiement non-intégral mais qui ne porte pas une atteinte excessive aux créanciers.

1. La première appréciation du à faire est donc celle du « *Best interest of creditors* » au départ de la valeur de liquidation dans le meilleur scénario possible. Il faut que les créanciers (tous) reçoivent un paiement au moins équivalent à ce qu’ils auraient raisonnablement eu dans la liquidation.

Nous renvoyons à ce qui est décrit ci-avant, mais il n’y aurait pas de possibilité d’appliquer la règle de priorité absolue ou même relative à une situation où le créancier reçoit moins que la valeur de liquidation.

1. Si la règle Américaine n’est pas appliquée – si tout le paiement va aux créanciers sécurisés pour plus que la valeur de liquidation sans être un paiement intégral et que les classes inférieures n’ont rien (le juge pourrait valider le plan, même si le pairement n’est pas équivalent à la valeur going-concern), il n’en reste pas moins que dans la règle de priorité relative, la valeur going-concern du bien ou plus exactement les parties de la valeur going-concern des biens équivalents au paiement fait aux classes inférieures pourrait être tenu comme une atteinte excessive auxdits créanciers.
2. La volonté de protéger les créanciers dissidents est le résultat d’un équilibre que la loi nationale devra atteindre : d’une part, il faut s’assurer que les créanciers ne soient pas excessivement lésés en leur assurant une protection suffisante[[304]](#footnote-304) mais, d’autre part, il faut atteindre l’objectif qu’ils ne puissent pas bloquer abusivement l’application forcée interclasse. Afin de comparer le traitement des créanciers, le juge pourra prendre en compte plusieurs éléments tels que le pourcentage de la créance payée, le calendrier de remboursement[[305]](#footnote-305) ; en cas de remboursement total, la valeur de la sûreté garantie, les moyens équivalents[[306]](#footnote-306) à un paiement intégral, … Le juge, en appréciant l’atteinte excessive ou non excessive, en appréciant quels sont leurs droits mais aussi leurs intérêts, fera une appréciation qui ne sera pas, selon moi, marginale.
3. Atteinte excessive et insuffisance de la distribution. En laissant au juge le pouvoir d’apprécier si le traitement porte une atteinte excessive aux droits ou aux intérêts du créancier, la directive attribue au juge un pouvoir assez large. Si un créancier a au moins autant qu’en liquidation – dans le moins bon scénario, le juge pourra considérer que l’atteinte aux droits de ce créancier n’est pas une atteinte excessive dès lors qu’en cas de faillite, même dans le meilleur scénario, il n’obtiendrait aucun dividende. Mais inversement, le juge pourrait considérer que le paiement aux créanciers – sécurisés ou non – constitue une atteinte excessive dès lors qu’il l’estimerait insuffisant.
4. L’évaluation de la capacité contributive du paiement des créanciers résulte d’une analyse des hypothèses factuelles retenues pour le plan d’affaire, qui doivent être décrites et documentées, de la mise en forme économique et financière du plan d’affaire et du plan de trésorerie, et de la prise en compte de la dynamique économique et financière du marché à un moment donné. Elle doit également prendre en compte une série de paramètres tels que le calcul du besoin de fond de roulement en rapport avec le fond de roulement, l’éventuel anticipation d’une trésorerie à affecter aux investissements et aux désinvestissements ainsi que de la trésorerie à affecter au remboursement des crédits ou à la souscription de nouveaux crédits. Elle doit être faite avec la prudence requise renforcée en présence de circonstances particulières comme la corona qui peut conduire à constituer des provisions ou des réserves pour faire face aux événements futurs incertains. En réalité, elle renvoie à la notion de valeur going-concern.

En retenant l’atteinte non-excessive aux intérêts des créanciers, la directive permet au juge de refuser la validation ou l’écrasement des créanciers qui recevraient une valeur trop réduite de la capacité contributive calculée sur base de la valeur *going-concern*.

En imposant à l’administrateur d’être fiduciaire de l’intérêt des *stakeholders* et non pas simplement de l’intérêt des actionnaires, la directive impose un exercice objectif. Elle impose à l’avocat et au praticien de l’insolvabilité de procéder à une évaluation indépendante de cette maximalisation.

Dans l’hypothèse où le praticien de l’insolvabilité appartient à une profession règlementée et qui est relativement contrôlée, le juge pourrait avoir une confiance légitime dans les recommandations et analyses de ce praticien. Dans l’hypothèse où le praticien de l’insolvabilité n’appartient pas à une telle profession mais n’a que pour lui soit l’indépendance déclarée d’un mandataire de justice, soit l’indépendance affichée du conseil de la société, il pourrait avoir besoin de *Fair*e valider ces valeurs par des praticiens de l’insolvabilité indépendants. Le juge doit donc appréhender, désormais, des questions de valeur. Comme le praticien, il doit pouvoir se faire « *religion »* sur les différents éléments.

## Conclusion provisoire

1. Loi de transposition. La règle de priorité absolue posera au juge – ou au législateur lorsqu’il définira la liberté utilisable pour constituer les classes – un travail de classement de classe (inférieure, supérieure ou égale), de regroupement de créanciers ayant des rangs de droit national différents et hiérarchisés les uns par rapport aux autres, sur des assiettes parfois différentes. La règle de priorité relative ne posera pas, elle, de difficulté mais imposera au juge un examen de l’atteinte excessive, laquelle – me semble-t-il – implique qu’il puisse estimer le paiement proposé insuffisant – comme constituant une atteinte excessive.

Ainsi, la doctrine Américaine du « *Gifting »* est intégrée : si les créanciers sécurisés consentent à accorder aux non-sécurisés un paiement, l’application interclasse peut ne pas être utile et, en tout cas, ne pas constituer une atteinte excessive. Le traitement « *Fair & equitable »*, qui induit une exception (légère) à al rigueur de la priorité absolue (appliquée absolument), est aussi intégré à travers le concept d’atteinte excessive.

La priorité relative n’est donc pas une option binaire – le législateur devant choisir l’une ou l’autre – mais bien une option cumulable. Le législateur peut choisir de permettre, dans un cas d’espèce, d’ajouter à la rigueur de la priorité absolue une alternative – la priorité relative – laissant au juge, pour atteinte l’objectif, une marge d’appréciation. Cette marge d’appréciation impliquera d’allouer aussi suffisamment aux créanciers.

# La Valeur lors du paiement en actions

## Position de la question

1. En droit interne, l’article XX.72 actuel prévoit que : *« le plan peut prévoir, sauf à l’égard des créances des entités visées à l’article XX 1er §1 al. 2c, la conversion des créances en actions »*.

Ce texte est précédé par un 1er paragraphe qui prévoit que le plan indique les délais de paiement et les abattements de créance et par paragraphe subséquent qui prévoit qu’il peut prévoir le règlement différencié de certaines catégories de créances, notamment en fonction de leur nature et leur ampleur. L’article XX.73 prévoit que les propositions dans le plan incluent pour tous les créanciers une proposition de paiement qui ne peut être inférieur à 20% du montant de la créance en principal, sauf dérogation spéciale et que si le plan prévoit un traitement différencié des créanciers, il ne peut accorder aux créanciers publics munis d’un privilège général un traitement moins favorable que celui qu’il accorde aux créanciers sursitaires ordinaires les plus favorisés.

Le texte ne dit donc rien sur les règles à utiliser pour régler la conversion des créances sursitaires subordonnées ou pas, ordinaires ou extraordinaires en action et, en particulier, rien sur la question du rapport d’échange à utiliser qui se base sur une valeur de l’entreprise.

1. La priorité absolue et relative. La règle de priorité absolue n’empêche pas de considérer qu’un paiement fait en action désintéresse une classe de créanciers. Les exceptions reprises dans la règle de priorité relative (art. 11, 2°, 1er bout de phrase), à savoir un désintéressement par des moyens identiques ou équivalents – comme la référence faite au considérant 55, moyens équivalents qui permettraient d’acquitter intégralement la créance – font clairement référence à un paiement en actions. La liaison entre les considérants 55, 56 et 57 consacrent cette possibilité. Reste à apprécier comment s’opère cette conversion et, dès lors, comment évaluer ce paiement pour la règle de priorité.

## En droit Américain

1. Le droit américain traite des actionnaires. Dès la réforme de 1978, le législateur a permis au débiteur de payer ses créanciers autrement qu’en cash par la remise d’actifs et, par conséquent, notamment par la remise d’actions que possédait la société ou par des actions émises à l’occasion d’une augmentation de capital.

La mise en œuvre de cette possibilité dépend du statut juridique de la société - cotée ou non - et par conséquent soumise à la SEC ou non, et du droit national des Etats.

Les cas les plus récents et célèbres se sont réalisé dans le cadre des accords que permet de consacrer le chapter 11, mais cette solution a été mise en œuvre aussi pour des DIP financing comme dans le cas Hertz que nous citions.

Les actionnaires forment souvent un comité à l’instar du comité des créanciers en disposant des droits procéduraux qui y sont attachés, mais ils peuvent aussi être réunis dans deux classe (celle des actions de préférence et celle des actions communes) envers qui le plan peut être imposé.

De nombreuses réorganisations américaines permettent de combiner la conversion en actions de créanciers existants - parfois disposant d’une super priorité (DIP financing) ou d’un gage (secured) et qui auraient été payés intégralement, avec des créanciers non sécurisés parfois avec, dans le même temps, de l’apport de new money par des acteurs externes et d’augmentation de capital des actionnaires existants[[307]](#footnote-307). Faire droit à de telles augmentations de capital suppose d’appliquer la règle de priorité absolue. Or, a priori, une application « *absolue »* devrait rendre impossible ces opérations. La classe d’actionnaires est la plus junior, ce qui a parfois conduit la Cour Suprême[[308]](#footnote-308), avant la réforme de 1978[[309]](#footnote-309), à sanctionner ces opérations.

La solution est donc d’aboutir à un plan consenti à l’unanimité des créanciers affectés [[310]](#footnote-310)puisque dans ce cas, le plan ne doit pas être examiné à la lueur de la règle de priorité absolue[[311]](#footnote-311).

Dans une étude, un auteur[[312]](#footnote-312) s’attaque à cette question. Il note de suite qu’un conflit d’intérêt majeur existe entre les actionnaires et les créanciers. En effet, en se déchargeant des dettes qui excèdent la valeur going-concern au débiteur, les actionnaires peuvent s’enrichir plus que les créanciers alors que dans l’ordre de la priorité absolue, ils seraient la dernière classe à devoir être payés en droit Américain. Très rapidement, les juges américains ont donc conclu que la décision de proposer un plan ne pouvait pas dépendre des actionnaires si un tel conflit existait mais bien de l’organe de gestion qui se doit d’être indépendant et fiduciaire des intérêts des détenteurs d’intérêts[[313]](#footnote-313).

Dans un dicton célèbre [[314]](#footnote-314) de la Cour Suprême de 1939, le juge Douglas partait de l’idée que la rémunération en capital devait être équivalente à ce qu’elle pourrait générer en retour. Or , en vertu de la règle de priorité absolue, lorsque les créanciers ont obtenu ce qu’ils pourraient obtenir de la valeur going-concern, le débiteur est déchargé du surplus des dettes, ce qui conduit à considérer que les actions reçues à ce moment ne peuvent pas dépasser la valeur going-concern de ce moment. La conversion en action n’a d’ailleurs de sens que si la valeur de l’entreprise dépasse la valeur de liquidation, car il n’y aurait aucun sens à attribuer aux créanciers des actions d’une société non viable selon un plan non faisable, sauf évidement accord de ces créanciers.

C’est dans ce cadre que la doctrine de la *New* *value* s’est dégagée dans les arrêts de la Cour suprême[[315]](#footnote-315). Elle reconnait le droit aux actionnaires d’acheter des actions nouvelles dans certaines conditions – apport de nouvelle money ou en travail ou en apport nécessaire à la poursuite des affaires, apports raisonnablement nécessaires et équivalents à des apports en argent.[[316]](#footnote-316)

Même lorsque l’argument de la rège de priorité absolue a été opposé, des juges ont pu considérer qu’elle pouvait ne pas trouver à s’appliquer du fait de cette doctrine[[317]](#footnote-317).

La doctrine de la New Value[[318]](#footnote-318) repose donc sur une autre règle que la règle de priorité absolue si ce que reçoit l’actionnaire n’est pas seulement et strictement la compensation de ces droits antérieurs[[319]](#footnote-319), mais bien la rémunération d’un autre apport.

La forme de cet apport a fait l’objet de décisions parfois positives parfois négatives selon les faits. Ont été admis – « *un soutien financier et un support dans la communauté par la continuité d’un management fort* »[[320]](#footnote-320) «  *des contributions en travail, expérience et expertise* »[[321]](#footnote-321) .

Ces différentes formes ont été examinée de manière plus générique (pour conclure au rejet en l’espèce) par le 7ème circuit dans l’affaire Khat[[322]](#footnote-322) au départ d’un cas où l’actionnaire avait garanti un prêt post réorganisation. D’autres décisions admettent des « *apports* » plus intangibles . Les juge ont examiné la proportion entre la rémunération et la valeur réelle de l’apport[[323]](#footnote-323) et estimé que cette exception ne jouait que pour des apports suffisamment « *substantiels* »[[324]](#footnote-324).

Les juges ont exigé que le « *prix* » de ces actions souscrites par les anciens actionnaires soit suffisant pour couvrir les futures pertes de l’entreprise, c’est-à-dire, ne se calcule pas ni sur la valeur going-concern de l’entreprise ni sur la valeur après abandon des dettes, mais bien sur la valeur nécessaire à réussir le plan d’affaire[[325]](#footnote-325), ce qui laisse au juge un pouvoir d’appréciation assez large sur cette valeur[[326]](#footnote-326) qu’il ne manque pas d’utiliser dans de nombreux cas [[327]](#footnote-327).

Le juge, ce faisant, use de la règle de faisabilité[[328]](#footnote-328). Le juge peut aussi conclure que le montant de l’apport n’est pas suffisant sur base de cette même règle[[329]](#footnote-329).

## Est-ce que la conversion est un traitement différencié ?

1. L’examen de la directive doit être fait au regard des articles 10 et 11 de la Constitution. Une 1ère question est de savoir si la proposition de conversion d’une créance en action contenue dans un plan actuel est – en soi et indépendamment de ses modalités - un traitement différencié au sens de l’article XX.72. Proposer à des créanciers de devenir actionnaire pourrait être considéré comme un traitement différencié dès lors qu’au moment où cette conversion est proposée, cette proposition s’adresse aux créanciers, les uns ayant un paiement en cash, les autres en actions, soit un paiement différent et dans la nature et dans la valeur.

S’il s’agit d’un traitement différencié, la jurisprudence de la Cour Constitutionnelle, fondée sur les articles 10 et 11 de la Constitution, devrait être appliquée tandis que s’il y a traitement différencié, les institutionnels pourraient demander l’application de l’article XX.73, al.2 qui prévoit qu’ils ne peuvent pas avoir un traitement moins favorable. Dans ce dernier cas, il s’agirait de savoir ce que veut dire ce traitement moins favorable et comment l’é*value*r.

La première hypothèse est celle où la conversion est proposée à tous les créanciers sur base de la valeur abattue de la créance. Le créancier, après la conversion, cessera d’être créancier pour devenir actionnaire. Son titre de « *créance* » sera devenu un titre d’ « *action* », qui est un titre différent, car une action est un titre soumis à un aléa économique (le bénéfice ou la perte) subordonné au paiement des créanciers (par le test de solvabilité ou de liquidation ou par les règles en matière de fonds propres) et partiellement illiquide à la différence d’une créance. La créance est un titre liquide à l’exigibilité convenue dans le plan et certain. Rémunérer l’apport de la créance en action, dans ce cas, si le titre ou les modalités qui accompagnent l’émission d’action ne génèrent pas un droit certain et assez rapide à un paiement, n’est pas un paiement.

A titre personnel, je serais donc tenté de soutenir que même si le créancier convertissant a une chance de récupérer 100%, voire une plus-value sur le montant nominal de sa créance convertie sur base d’une valeur abattue comme les autres créances, il ne me semble pas qu’il s’agisse d’un traitement différencié puisque cet actionnaire pourrait ne rien recevoir de son action et que le créancier a choisi de perdre sa qualité de créancier et n’obtient en contrepartie qu’un droit aléatoire sur le bénéfice futur.

Une seconde hypothèse serait, sur base de la valeur de la créance abattue, celle où le plan interdit à des créanciers d’expressément convertir. Cette interdiction crée bien, me semble-t-il, en elle-même, deux catégories de créanciers, une pouvant convertir, les autres ne le pouvant pas. Cette discrimination peut cependant être justifiée et passer le cap du test de discrimination.

Une troisième hypothèse est celle où des créanciers publics ou autres soutiendraient que leur propre statut les empêche de convertir, ce qui serait la source du traitement différencié. Il ne me semble pas que l’on puisse considérer que la proposition de conversion soit, dans le chef du débiteur, un traitement différencié puisque ce sont des règles propres à ces créanciers qui les empêche de convertir. Les articles 10 et 11 ne s’appliquent qu’à la proposition du débiteur.

En réalité, dans ces trois hypothèses, et ceci importe pour ce qui suit la conversion et, plus particulièrement, la question de la prime de risque. La conversion est donc un choix du créancier entre percevoir le dividende payé aux créanciers – a priori liquide et certain – et réinvestir ce montant dans le capital de la société pour espérer recevoir plus comme il pourrait le faire avec le même montant dans n’importe quelle autre société.

Une quatrième hypothèse doit être évaluée : la conversion est proposée sur la valeur nominale et sur une conversion qui inclut une sur-rémunération en action sur base des primes de risque alors que les créanciers se voient imposer un abattement. Il me semble que dans ce dernier cas, il est possible de plaider l’existence d’un traitement différencié.

D’une part, le créancier avait déjà perdu sa créance, si bien qu’une prime de risque est une sur-rémunération et, d’autre part, facialement, les taux proposés aux différents créanciers sont distincts.

Il reste éventuellement à justifier cette différence de traitement.

1. Une seconde question est de savoir s’il s’agit réellement d’une conversion en action ou, en fait, s’il s’agit d’un traitement différencié pour le créancier qui en fait reçoit un paiement futur.

S’il existe des conventions qui organisent, de manière anormale, la liquidité des titres soit par un rachat (*call* ou *put*) ou par des conventions d’actionnaires, soit par une réduction de capital, soit encore par une exclusion ou une démission à charge de la société dans un délai qui exclut l’existence d’un risque, on pourrait plaider que ce traitement n’est que facialement une conversion en action mais qu’en réalité, il s’agit d’un mode de paiement qui serait alors à traitement potentiellement différencié. Il faudra donc examiner les conditions de cette conversion. On insérera peut-être des clauses d’illiquidité ou d’interdiction de cession pour éviter ce risque. Ceci n’est pas incompatible avec l’obligation faite lors de la conversion en action d’adhérer à un pacte d’actionnaire traditionnel contenant des règles de gouvernance ou de stabilité de l’actionnariat ou de gestion dans l’intérêt social.

La conversion sur base de la valeur nominale de la créance comparée au traitement des créanciers qui sont abattus pourrait apparaître être un traitement différent, voire, en cas de négociation, un avantage anormal. Ce traitement différent, s’agissant de valeur future et incertaine, n’est susceptible de générer un traitement différent, à l’estime d’un juge qui n’a qu’un pouvoir marginal, que si l’avantage est exorbitant au-delà des risques naturels liés à une souscription d’action, c’est-à-dire, si le rapport d’échange et le nombre d’actions reçues en échange recèle un bénéfice « *anormal* » ou « *particulier* ».

Il me semble qu’il faut lier la question de la valeur de la créance convertie à la formule utilisée pour valoriser l’entreprise. Si la créance est considérée en nominal, il me semble que la valeur de l’entreprise à considérer est celle avant réduction de l’actualisation des flux financiers futurs par le coût du capital (WAAC) et ainsi par les primes de risques et/ou sur la valeur de l’entreprise, pour sa partie fonds propres, après incorporation dans les fonds propres des conversions et des abandons de créance.

Deux cas de figure se dessinent : le numérateur est en valeur nominale, mais le dénominateur (la valeur de l’entreprise) ne prend que peu en compte le risque de l’investissement – et un autre cas, la valeur est fixée sur la valeur abattue mais le dénominateur contient une prime de risque de marché.

La seconde hypothèse (valeur abattue et prise de risque) se comprend : le créancier avait le droit de percevoir en cash le dividende abattu et il décide – comme un nouvel investisseur le ferait - pour de la nouvelle monnaie – de réinvestir : il est en droit d’attendre comme tout investisseur un rendement qui tienne compte du risque pris.

Dans la 1ère hypothèse (valeur nominale mais pas de prime de risque), il ne court pas le même risque, voire de grand risque puisqu’en convertissant, il a arbitré son risque en estimant qu’il devrait gagner plus que le montant abattu dans un risque qu’il connait pour être créancier du débiteur en difficulté.

Par contre, mélanger valeur nominale de la créance mais intégration d’une prime de risque dans l’évaluation de la société accorde un avantage exorbitant au marché au créancier : il gagne sur la différence entre le nominal et le montant abattu une forme de « *prime* » qui s’ajoute à la prime de risque. Son gain a des probabilités bien plus grandes que celles que l’on trouve sur le marché de réaliser un gain hors proportions, certaines situations dérogeant à cette conclusion.

1. Une 4ème question aborde le second terme du dénominateur, à savoir la valeur de l’entreprise.

Dans un rapport d’échange classique, par exemple, en cas d’augmentation de capital traditionnel, il convient de comparer au numérateur l’apport projeté au dénominateur à la valeur d’entreprise pour fixer le nombre d’actions nouvelles émises. Notons que cette valeur est traditionnellement et depuis longtemps le fruit d’une négociation (preuve en est que depuis une réforme du Code des sociétés, le réviseur d’entreprise n’a plus à se prononcer sur ce rapport d’échange qui dépend uniquement de la volonté des parties).

Comme le prescrit l’article CDE I, 22, 14°, on peut imaginer prima facie d’é*value*r la valeur de l’entreprise en « *Going-concern* », c’est-à-dire, comme si la PRJ avait abouti puisque la conversion n’interviendra que si la PRJ est homologuée. É*value*r en valeur liquidative, même dans le meilleur scénario possible, est incohérent avec la croyance - en convertissant – d’une continuité d’activités telle que décrite dans le plan. Cette solution est d’ailleurs conforme au droit Américain.

Cependant, énoncer cette affirmation ne résout rien : sur quel plan financier la valorisation sera-t-elle faite, sur quelle méthode de valorisation ? Surtout, sur quelle prime de risque ? Sur quelle décote ? le point le plus important étant évidemment le coût du capital et la prime de risque.

Un calcul de ce genre de prime est théoriquement possible sur le marché puisque les actions des entreprises en procédure type PRJ ou faillite peuvent rester cotées sur le marché boursier et avoir une valeur qui, en théorie, inclut cette prime de risque, comme cela a été par exemple le cas en Belgique à plusieurs reprises, notamment dans Lernout & Hauspie. Après la PRJ, la prime de risque pourrait se déduire du marché et des cours des entreprises qui ont, par exemple, réussi leur plan de sauvegarde (comme rallye en France) ou qui ont acquis des activités par un transfert.

Mais l’étude que nous avons sommairement réalisée et que nous avons décrite ci-dessus montre que ce référentiel n’est pas pertinent. Le cours exprime un prix pratiqué à un instant sur un marché et inclut une valeur émotionnelle ou de confiance qui diminue la valeur. On peut, à l’analyse de telle ou telle société, dans tel ou tel secteur, arriver à des conclusions inverses et absurdes. À prendre la valeur des actions de Hertz actuellement négociée, on retiendrait une valeur de l’entreprise très grande alors qu’à prendre certaines de ces sociétés françaises citées, on retiendrait une valeur très faible. On ne peut cependant pas écarter cette analyse qui viendra compléter d’autres paramètres.

1. Une 5ème question est l’influence de la manière de « *négocier »* cette prime de risque car usuellement, ces questions de rapport d’échange et de prime de risque sont le fruit d’une négociation entre parties indépendantes – un acheteur de financement et un vendeur de financement qui devraient, par leur négociation non contrainte, trouver le point d’équilibre, *arm’s lenght*.

Mais la négociation en présence d’une partie très faible (le débiteur endetté) et de parties qui pourraient subir les effets néfastes d’une position contrainte (les actionnaires, minoritaires comme majoritaires, les créanciers ou d’autres détenteurs d’intérêt) pose la question de pouvoir vérifier que la prime retenue n’est pas un avantage exorbitant attribué à un ou plusieurs créanciers par le fait même des conditions d’une telle négociation.

Dans un certain nombre de cas, l’actionnaire en place n’accepte une prime de risque qu’à la condition que le rapport d’échange produise une émission d’action qui lui laisse une majorité ou un contrôle suffisant.

Il faut donc admettre l’existence d’une marge de manœuvre face aux valeurs de marché en période normale qui doivent être examinées et argumentées sur base des faits.

1. La 6ème question est le taux d’intérêt à utiliser. Il faut déterminer le taux d’un placement normal. A priori, le raisonnement peut être le même. En cas de conversion, aucun intérêt ne serait dû. Un taux 0 ou très faible devrait alors être retenu puisque le paiement de la créance n’aurait pas donné lieu à des intérêts.
2. La 7ème question est la prime de « *valeur »*. Dans de nombreuses entreprises, le business plan est établi en intégrant la valeur de la rémunération des animateurs et créateurs de valeurs au sein de la société sur base d’une rémunération *arm’s lenght*, ni trop grande mais ni trop faible car si le fondateur ou le créateur de valeur devait mourir ou partir, il faudrait le remplacer. Dans les entreprises en difficulté, cette rémunération a pu être diminuée, anormalement, tant que l’entreprise n’a pas réussi son retournement. À l’instar des primes de contrôle, de minorité ou de liquidité, une prime de valeur peut influencer en faveur du créancier convertissant ou en faveur de l’actionnaire le rapport d’éch**a**nge. Si l’actionnaire et sa compétence est à ce point essentielle à la création de valeur ou, inversement, si tel n’est pas ou peu le cas car il est remplaçable facilement pour un cout faible mais que par contre l’intervention en capital ou en refinancement du créancier est capital, une prime assez importante peut être envisagée et serait conforme à la réalité économique.
3. La 8ème question est l’intégration d’une marge de manœuvre liée au cas de la conversion des créanciers financiers non-bancaires. La conversion en actions des créanciers financiers est la seule voie possible de réponse acceptable sur le plan économique et financier aux entreprises qui ont eu besoin de recourir à des endettements importants pour se développer. En effet, un étalement sur une durée limitée comme celle, en général, prévue par le droit de l’insolvabilité et, en particulier, celle de 5 ans retenue en Belgique (à la différence d’autres Etats qui prévoient des durées plus longues) ne permettra jamais de rembourser dans les termes et échéances normales une dette financière. La dette financière est souvent également accompagnée de sûreté ou de gage et permettrait la réalisation d’actifs gagés externes au débiteur ou la réalisation d’actifs mis en garantie par les techniques qui ont sorti l’actif de la procédure d’insolvabilité (par exemple, des fiducies sûretés), ce qui attribuerait aussi à ces créanciers, pour finir, un traitement totalement injuste et discriminant à l’égard des autres créanciers de l’entreprise et au seul motif qu’ils ont usé, voire abusé des techniques juridiques contractuelles pour leur donner une situation préférentielle.

Si le respect des gages et des sûretés est un élément nécessaire pour assurer la capacité de financement des entreprises et, en particulier, pour garantir la récupération des prêts non-productifs des banquiers et ce, afin d’assurer la stabilité du système monétaire, il en est différemment lorsque le financement est opéré par des voies privées, que ce soit les obligations ou les fonds d’investissement qui eux ne répondent pas, par leur nature et par leur fonction, à un but d’intérêt général comme la banque. Traiter ces deux types de financeurs sur le même pied apparaît totalement contraire à la comparabilité des acteurs nécessaires à fonder les traitements discriminants ou non *Fair*-play dans une entreprise en difficulté. Le régime américain et anglais, voire le régime français ont parfaitement compris que la seule solution était de pouvoir imposer aux créanciers financiers une conversion dans des conditions qui ne les préjudicient pas rapporter à la valeur économique de l’entreprise, mais qui ne leur donne pas un avantage exorbitant.

C’est sur ce terrain que la directive impose aux Etats de prévoir des classes de créanciers qui permettront un tel écrasement des créanciers financiers disposant même de sûretés ou de gages, y compris de gages externes. C’est sur cette base que les procédures de sauvegarde financière ou de Schème of arrangement anglais sont reconnus au titre du *Chapter* *15* américain lorsque cette reconnaissance est nécessaire pour écraser un créancier financier ayant un point de rattachement en Angleterre ou aux Etats-Unis.

L’existence d’une décote ou d’une surcote propre à la conversion de ces créances peut être prévu.

1. La décote ou la surcote de restructuration doit être intégrée selon, d’une part, la sensibilité de l’entreprise aux réactions critiques ou sceptiques des fournisseurs, des clients ou des financiers ou, d’autre part, à l’effet positif attendu sur le marché de la restructuration économique.

## Traitement selon la directive

1. 1ère solution de la directive : les actionnaires peuvent être en classes. La directive n’empêche pas[[330]](#footnote-330) les débiteurs de prévoir dans leurs plans que les actionnaires constituent une classe de créanciers.

Ce principe n’était pas retenu à l’origine du texte tant il pouvait apparaître contraire à de nombreuses législations nationales puisque de nombreux Etats protègent la propriété et ainsi le droit des actionnaires. Il a été, in fine, retenu en estimant que le législateur national devrait revoir les limites concrètes de ces libertés constitutionnelles au regard des objectifs d’ordre public de la directive.

La directive prévoit aussi que, si les actionnaires ne peuvent pas être une classe en droit national[[331]](#footnote-331), la loi doit prévoir des mesures pour prévenir ou empêcher les actions déraisonnables de leur part pour adopter, confirmer ou implémenter ce plan[[332]](#footnote-332).

Comme nous le verrons, les dirigeants[[333]](#footnote-333) ont l’obligation de faire attention aux intérêts des créanciers et aussi des autres détenteurs d’intérêts, actionnaires et des autres parties prenantes, de prendre les mesures pour éviter la faillite, d’éviter les négligences importantes qui mettent en cause la viabilité de l’activité. C’est eux qui doivent prévoir dans le plan que les actionnaires sont repris comme une classe de créanciers ou mettre en œuvre les actions qui empêchent les actionnaires d’agir de manière déraisonnable.

Ceci n’exclut pas que la législation des États membres puisse protéger les intérêts légitimes des actionnaires ou d’autres détenteurs de capital. La directive elle-même impose aux États membres de préparer un arsenal adapté à la législation nationale qui prive les actionnaires et détenteurs, souvent dans le cas de conversion de créance, de subordonner la survie des débiteurs ou de l’activité à la satisfaction de leurs intérêts égoïstes. Ils peuvent être privés du droit de vote sur le plan de restructuration ou ne plus pouvoir subordonner l’adoption du plan à leur accord, s’ils n’avaient aucun dividende en cas de liquidation[[334]](#footnote-334). S’ils votent, le juge doit pouvoir prévoir une application interclasse nonobstant leur désaccord.

Les États membres peuvent aussi écarter la règle de la priorité absolue entre créanciers et détenteurs du capital.

Les Etats pourraient changer les règles de majorité, voire les priver de ce droit sur les mesures de restructuration qui ne les affectent pas[[335]](#footnote-335).

Ils pourraient, pour les PME, écarter « *l’application forcée interclasse* ».

Cette solution est pertinente. Dans les grosses restructurations, la seule solution à l’importance de l’endettement est la conversion de créances en actions[[336]](#footnote-336). Cette conversion est rendue impossible en droit des sociétés sans l’accord des actionnaires qui peuvent donc empêcher ou monnayer ce qui relève pourtant de l’intérêt social. En permettant la création d’une classe d’actionnaires, la directive permet de rendre le plan, qui prévoit une telle conversion, obligatoire à l’occasion de la confirmation cross class. Cette méthode est très prisée aux Etats-Unis et par la loi allemande[[337]](#footnote-337).

1. La New Value : l’article 11 2° énonce « *Par dérogation au paragraphe 1, point c), les États membres peuvent prévoir que les créances des créanciers affectés d'une classe dissidente autorisée à voter sont intégralement désintéressées par des moyens identiques ou équivalents lorsqu'une classe de rang inférieur a droit à un paiement ou conserve un intéressement dans le cadre du plan de restructuration »*

Mais surtout, les Etats pourraient permettre aux détenteurs de capital dans les PME d’apporter des contributions non-monétaires à la restructuration (savoir-*Fair*e, industrie, contact, goodwill, …). C’est l’application de la théorie américaine de la New value.

1. L’analyse des dossiers français est intéressante. Le cas de CGG est particulièrement pertinent : la réduction de dette a été de 1.750 millions et le droit des actionnaires réduit à 3.2% pour ceux qui n’ont pas suivi l’augmentation de capital contre 21.8% pour ceux qui l’ont suivie. Cette situation est le résultat d’une valorisation d’entreprise que l’Autorité de marché Financier a souhaité voire accréditée par un expert indépendant, par l’usage de la loi Macron en matière de droit réduit des actionnaires qui a permis de trouver la majorité requise et du rôle des acteurs de préinsolvency dans le cadre d’une procédure coordonnée sous le chapter 15 avec le juge Américain.

## Conclusion provisoire

1. La conversion est une opération complexe qui peut conduire à des contentieux encore plus complexes de valeur. Il faut établir en fait les éléments créant des avantages différenciés anormaux et spécifiques. Une clarification des conditions de la conversion s’impose. Le texte actuel ne contient rien de contraire à la directive, mais rien non plus d’en soi compatible. La conversion est une des mesures que la directive envisage.
2. Loi de transposition devra, dans ses motifs ou articles, apporter des éléments de réponse si le législateur veut sécuriser la restructuration des grandes entreprises à l’endettement financier important. Le texte doit, pour être compatible avec l’objectif de la directive, être précisé.

# Valeur et périmètre social (PLESSERS)

## Position de la question

1. Le Livre XX et la CCT 102 semblaient permettre de sauver la viabilité de l’entreprise par une cession accompagnée d’une réduction du périmètre social. La valeur d’un débiteur ou d’une activité passe souvent par la restructuration du périmètre social. Si la viabilité de l’entreprise (ou d’une branche d’activité exploitée avec une autre au sein d’un même débiteur) est démontrée, elle l’est parfois au prix d’une réduction du personnel. La valeur d’une entreprise, en diminuant le personnel peut être plus grande pour les financiers sauf si cette réduction du personnel est trop lourde, longue, couteuse. Dans certains cas, la viabilité ne sera plus assurée et la valeur de l’entreprise sera nulle ou faible, provoquant une importante perte. Dans certains cas, le plan financier peut supporter le paiement des indemnités, dans d’autres cela n’est pas possible. Il faut alors passer par un transfert de l’activité ou de la branche d’activité par un *Carve-out.*

La valeur dépend évidemment du cash-flow libre, lequel est directement affecté par des charges excessives et donc l’improduction.

## La jurisprudence de la CJUE

1. L’arrêt PLESSERS. L’arrêt PLESSERS a mis un frein aux PRJ transfert qui réduisait le cadre social en estimant que le repreneur devait reprendre tout le personnel. Si en droit interne, on sait que les juges admettent la cession partielle de personnel sur base du droit interne, il faut admettre, depuis la décision du Tribunal du Travail de Bruxelles [[338]](#footnote-338) et de l’attitude du Fonds de Fermetures et des propos de l’auditeur, que ceux-ci entendent faire respecter la directive transfert d’entreprise au sens strict.

Le cœur de l’arrêt PLESSERS est de savoir si une procédure, en l’espèce, celle de la PRJ transfert, est assimilable à une procédure de faillite, ce qui alors l’exempte de l’obligation de reprise de la totalité du personnel. Selon la lecture que j’ai défendue, le critère essentiel est celui de la maximalisation de l’intérêts des créanciers qui serait le critère-clé.

Certes, la directive restructuration vise les entreprises viables, mais n’interdit pas d’envisager la cession de tout ou partie des actifs ou activités de l’entreprise pour autant que l’opération n’ait pas en soi pour objectif d’organiser une faillite au détriment des créanciers.

La directive n’empêche pas qu’après restructuration, une faillite survienne. Il faut simplement que l’entreprise apparaisse comme viable, du moins un certain temps. Une procédure de transfert pourrait donc être envisagée, mais de manière plus restrictive que celle actuellement envisagée par le Livre XX (PRJ transfert sous autorité de justice).

La question au centre de ce point est donc de savoir si cette procédure pourrait être considérée comme une procédure assimilée à la faillite au sens de la directive en matière de transfert d’entreprise si la valeur de l’entreprise est préservée.

## La maximalisation du dividende

1. Une nouvelle norme européenne de maximalisation de l’intérêt des créanciers ? On doit répéter que les praticiens contestent cette vision linéaire de la maximalisation de l’intérêt des créanciers dès lors que souvent, par l’arrêt des activités qui s’impose du fait des règles du concours, la valeur qu’obtiennent les créanciers de la faillite (valeur de liquidation utilisée pour la règle du *Best interest of creditors*) est souvent plus faible que celle qu’ils obtiennent dans le cadre d’une procédure de restructuration. À vrai dire, il ne s’agit d’ailleurs pas des mêmes créanciers : en faillite, certains créanciers privilégiés reçoivent un dividende important tandis qu’en restructuration, tous les créanciers – dont certains qui n’auraient rien reçu en liquidation – reçoivent un dividende.

Il ne semble pas que la Cour de justice, lorsqu’elle parle de la maximalisation de l’intérêt des créanciers, fait référence aux critères des rangs et des privilèges, mais référence à la masse globale des créanciers, laissant aux droits nationaux le soin de déterminer comment cette maximalisation doit se mettre en œuvre à l’intérieur des différentes catégories de créanciers.

La question est de savoir si, en introduisant une règle de *Best interest of creditors* et, en outre, en introduisant le soin de valoriser tous les scénarios possibles, en ce compris les meilleurs scénarios que celui de la liquidation et en introduisant une règle de priorité absolue qui renvoie à la valeur *going-concern* de l’entreprise, règle qui prévoit qu’il ne peut pas y avoir une atteinte excessive aux intérêts d’un créancier particulier par le traitement qui est fait, si la directive, en instituant d’ailleurs des classes qui ne tiennent pas compte des rangs, n’a pas, d’une part, supprimé clairement toute référence en droit européen à la notion de rang – les créanciers devant être considérés comme un tout global qui se répartit en classe – et, d’autre part, si elle n’a pas recherché un critère de maximalisation de leur intérêt.

Quelle serait la meilleure maximalisation des créanciers si ce n’est celle que pourrait et devrait approuver le juge en vertu des critères que l’Union européenne a elle-même fixé. Si la situation de tous les créanciers n’était pas maximalisée, le test des meilleurs intérêts des créanciers ne serait pas acquis. Il ne le serait sûrement pas dans le cadre du meilleur scénario possible. Si l’intérêt de chaque catégorie de créancier ou de chaque créancier est atteint de manière excessive, le juge pourrait refuser l’application de l’interclasse.

En tout cas, une transposition intelligente de la directive permettrait de reposer le débat des restructuration d’entreprise passant par des transferts qui pourraient, en tout ou en partie, échapper aux dispositions, c’est vrai, trop strictes et impossibles à pratiquer dans le monde moderne de la directive de 1976 et de la convention collective 32Bis.

# Le juge de l’insolvabilité et la valeur

## L’ordre public économique

1. Le rôle du juge dans la protection de l’ordre public économique. Le juge ne saurait pas ignorer que la restructuration par le canal d’une procédure type *Chapter 11* est bien plus profitable à l’économie que les procédures de type *Chapter 7* (liquidation).

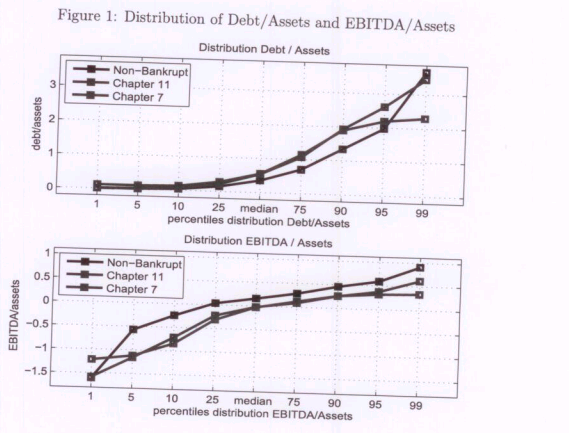
Dans une étude[[339]](#footnote-339), les auteurs ont examiné un nombre important d’entreprises entre 1980 et 2014 en recherchant les écarts types entre les entreprises qui ne sont pas tombées en faillite, celles qui ont recouru au *Chapter 11* et celles qui sont passées par le *Chapter 7*.

Tout d’abord, la structure moyenne de leur agrégat est source d’information.

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Non-Bankrupt | | | Chapter 11 | | Chapter 7 | |
|  | Avg. | Median | | Median | Median | Avg. | Median |
| Capital (millions 1983$) | 953.18 | 35.61 | | 408.78 | 70.05 | 88.02 | 24.58 |
| Cash (millions 1983$) | 125.77 | | 9.87 | 52.84 | 5.78 | 14.70 | 3.74 |
| Assets (millions 1983$) | 1371.17 | | 95.59 | 503.79 | 97.49 | 139.16 | 53.57 |
| Op. Income (EBITDA) / Assets (%) | 5.49 | | 10.90 | -8.34 | -1.18 | -12.36 | -5.34 |
| Net Debt/Assets (%) | 9.11 | | 11.30 | 29.61 | 25.25 | 21.80 | 20.38 |
| Total Debt/Assets (%) | 28.31 | | 24.45 | 41.99 | 36.81 | 39.74 | 34.12 |
| Frac. Firms with Negative Net Debt (%) | 36.07 | | - | 21.88 | - | 29.30 | - |
| Secured Debt / Total Debt % | 43.90 | | 40.77 | 47.63 | 43.91 | 49.67 | 48.59 |
| Interest Coverage (EBITDA/Interest) | 14.01 | | 4.89 | -0.22 | -0.22 | -6.42 | -0.32 |
| Equity Issuance/Assets (%) | 4.70 | | 0.06 | 2.84 | 0.01 | 2.64 | 0.01 |
| Fraction Firms Issuing Equity (%) | 22.04 | | - | 13.14 | - | 15.61 | - |
| Net Investment/Assets (%) | 1.16 | | 0.34 | -2.94 | -3.09 | -2.24 | -2.30 |
| Dividend/Assets (%) | 3.49 | | 2.03 | 1.80 | 0.87 | 2.31 | 1.19 |
| Z-score | 3.74 | | 3.20 | -1.36 | -0.05 | -1.42 | 0.14 |
| DD Prob. Of Default (%) | 2.13 | | 0.01 | 3.60 | 1.24 | 3.71 | 1.07 |

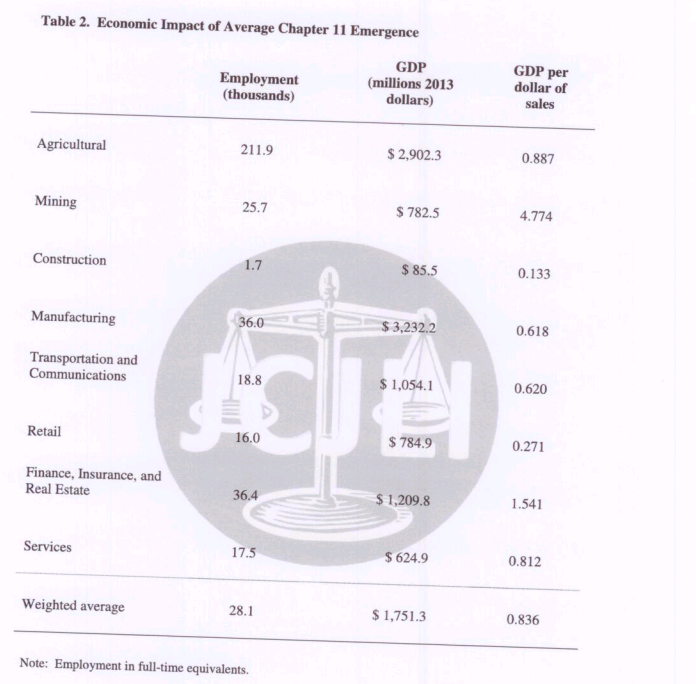
On voit que l’analyse macro des données financières[[340]](#footnote-340) permet de définir les cibles potentielles du droit au retour à la solvabilité.

Le tableau suivant illustre les ratios dette/actif et EBITDA/actif.



D’autres auteurs[[341]](#footnote-341) ont cherché, sur des bases de données similaires, quels étaient les effets de ces procédures. Ils ont établi un tableau qui ne peut être décorrélée de la question de la valeur.

Le tableau illustre la valeur en PIB apportée et la valeur par vente apportée.



La conclusion, certes sommaire et à approfondir par des études, est que bien traitée, la restructuration peut effectivement apporter à l’économie une valeur ajoutée. Dans une étude intéressante en français[[342]](#footnote-342), une approche du coût et des bénéfices de ces restructurations est réalisée tant en rapport à la performance boursière éventuelle qu’à la perspective économique à moyen terme.

## Le contrôle des valeurs

1. Parmi les tâches du juge figure, en particulier, celle de valider le plan puis de faire une éventuelle application interclasse, ce qui induit de retenir deux valeurs – la valeur de liquidation et la valeur going-concern - repose sur l’évaluation de la valeur de liquidation et *going-concern* de l’entreprise.

L’article 13 de la directive confie au juge le pouvoir de déterminer la valeur de l’entreprise au cas où le plan (et donc souvent la valeur) est contesté comme non-conforme à l’intérêt des créanciers uniquement dans le cas de la contestation de la règle du Best intérêt des créanciers ou de l’application interclasse.

L’article 14 impose aux Etats de permettre au juge de désigner ou d’entendre des experts.

Au départ de la jurisprudence américaine, il est possible de déterminer le rôle que le juge peut avoir dans la fixation de ces valeurs.

1. *Rejet des décotes ou du principe du DCF.* Le juge, saisi d’évaluation incluant des décotes[[343]](#footnote-343), pourra els écarter ou les minimiser. Le juge peut d’abord faire prouver comme des faits les éléments matériels sur lesquelles s’appuient ces décotes. Le juge peut ensuite, le fait retenu, demander de discuter le pourcentage de surcote ou de décote en demandant de produire soit de la littérature, soit des relevés du marché pertinent. Le juge peut aussi demander les éléments utiles à qualifier le type d’entreprise[[344]](#footnote-344) pour retenir les décotes spécifiques à la nature ou à la taille de l’entreprise. Le juge peut enfin retenir les faits pertinents pour qualifier tous les éléments du WAAC[[345]](#footnote-345) et, en particulier, la prime de risque.
2. *Choix de la méthode*. Le juge, une fois qu’il a qualifié l’entreprise et au départ des éléments prouvant la pertinence du plan financier prévisionnel, devra motiver les faits sur lesquels il s’appuie pour retenir telle ou telle méthode d’évaluation pertinente. Il devra le faire sans donner aux experts des parties ni à d’autres experts qu’il choisira un poids déterminant. Plus que dans toute autre situation, l’application de la méthode dépend de l’analyse factuelle de la nature et de l’importance de l’insolvabilité et, surtout, de l’analyse juridique de la capacité de restructurer l’entreprise par le droit de l’insolvabilité : un mélange subtil de droit, de fait et de chiffres qui nécessite un jugement intégrant ces aspects.
3. *L’approche du marché[[346]](#footnote-346)*. Le juge peut penser que la valeur de l’entreprise sur le marché pertinent ou non conduit à une évaluation très distincte de la valeur théorique ou que cette valeur est très impactée par la réalité du marché économique sous-jacent, ce qui conduit à relativiser la valeur des plans prévisionnels ou d’apprécier les primes de risque ou des décotes.

Une 1ère manière que les parties choisissent parfois – plus souvent le débiteur – est de présenter le résultat d’un appel d’offre restreint ou non-public[[347]](#footnote-347)[[348]](#footnote-348). Le juge pourrait d’abord vérifier que le résultat de l’appel d’offre est pertinent en raison des informations communiquées, des diligences autorisées, du temps laissé et de la capacité de « *discuter »* les éléments de la valeur. Il peut aussi demander le témoignage, l’avis, les expertises sur ces éléments de marché qui sont le reflet de fait. Le juge devra écarter les faits (frauduleux ou non) ayant impacté, sur le marché, la valeur de l’entreprise (vente d’actifs, contrats onéreux, …)[[349]](#footnote-349).

1. *L’approche des comparables*. Comme précisé, la doctrine et la jurisprudence américaine développent le principe de la comparaison entre la valeur DCF et la valeur comparable, soit de type de transaction, soit de type d’entreprise. Ce travail est, avant tout, une appréciation factuelle et donc juridique des éléments qui rendent pertinente la comparaison. Les experts listeront les comparables et indiqueront les éléments factuels sur lesquels on peut les considérer comparables, mais la dernière ligne droite de la comparaison appartient au juge.
2. Une étude[[350]](#footnote-350) a procédé à une étude quantitative et qualitative de 143 procès portant sur l’évaluation de l’entreprise par le juge américain depuis 1990 (le plus grand nombre entre 2009 et 2014).

La figure qui suit reprend, par rapport aux valeurs hautes et basses soutenues dans les affaires où des éléments frauduleux ont été écartés et ceux où il n’y avait pas d’éléments frauduleux.

Dans ces dossiers, 39% des plans ont été confirmés, 23% ont été qualifiés au regard des faits frauduleux, les autres sur base d’appréciation d’experts.

Le tableau qui suit reprend le résultat des jugements sur la valeur retenue[[351]](#footnote-351)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  All Cases  N=141 | | (2)  Clawback Cases  N=33 | | (3)  Other Cases  N=108 | |
|  | % | N | % | N | % | N |
| Panel 1 : DCF Disputes |  |  |  |  |  |  |
| Number of DCF Cases |  | 122 |  | 29 |  | 93 |
| WAAC Dispute | 46% | 56 | 52% | 15 | 44% | 41 |
| Projection Dispute | 74% | 90 | 79% | 23 | 72% | 67 |
| Terminal *Value* Dispute | 15% | 18 | 14% | 4 | 15% | 14 |
| At Least One Input Disputed | 84% | 102 | 86% | 25 | 83% | 77 |
| Panel 2: CC and TM Disputes |  |  |  |  |  |  |
| Number of CC and TM Cases |  | 105 |  | 22 |  | 83 |
| Comparables Dispute | 61% | 64 | 73% | 16 | 58% | 48 |
| Multiplier Dispute | 20% | 21 | 50% | 11 | 12% | 10 |
| *Market* *Value* of Comparables Dispute | 39% | 41 | 50% | 11 | 36% | 30 |
| At Least One Input Dispute | 76% | 80 | 95% | 21 | 71% | 59 |

Enfin, le tableau suivant illustre la différence entre les avis des experts et els avis des juges.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | (1)  Experts Proposing  Non-Equal Weightings | | (2)  Experts Proposing Most Weigh on  Heighest/Lowest Valuation | |
|  | % | N | % | N |
| Yes | 75.00 | 24 | 58.33 | 7 |
| No | 25.00 | 8 | 41.67 | 5 |
| Total | 100.00 | 32 | 100.00 | 12 |

On peut en dire de ces tableaux que :

* Un nombre important de cas ont dépendu de l’appréciation par le juge de faits (frauduleux ou non[[352]](#footnote-352)) impactant l’évaluation ;
* Un nombre important de décisions s’écarte des éléments-clefs retenus pour é*value*r en DCF ou sur les multiples utilisés ;
* L’écart entre la valeur retenue par les juges et les paramètres retenus par la littérature financière est important ;
* Un nombre significatif de décisions se base sur le test de marché, mais s’en écarte parfois lorsque le *process* du test n’est pas jugé pertinent ;
* Le recours aux experts est, pour finir, très souvent moyennement pertinent. Les juges préfèreront la médiation pour rapprocher le point de vue des parties ou d’experts listant les points d’accord ou de désaccord[[353]](#footnote-353) ;

L’auteur propose d’ailleurs que le juge « *annonce »* les éléments qu’il pourrait retenir dans une forme de « *final arbitration »*, ce qui simplifie le débat et souvent, aboutit à un accord des parties ou à une limitation de l’ampleur du conflit.

## Le juge et la priorité absolue ou relative

1. Débat priorité absolue – priorité relative selon la doctrine US. Un auteur américain[[354]](#footnote-354) critique sévèrement la directive qui laisse aux Etats le choix entre priorité absolue et priorité relative. Il retient, pour justifier le recours à la priorité absolue, du point de vue du juge, les arguments suivants :
   * La règle de priorité absolue pousse et incite à la négociation entre créancier de différentes classes et entre créanciers et actionnaires : des accords protègent la valeur. Cette négociation facilite grandement le travail du juge. Cette négociation documente le juge et fixe une fourchette ;
   * Le test financier[[355]](#footnote-355) est critiqué, en particulier, en présence de garantie sur des collatéraux. Le juge, dans la priorité relative, disposera d’une plus grande marge de manœuvre là aussi basée sur la négociation de valeur du collatéral ;
   * Si la règle de la priorité relative semble exclure[[356]](#footnote-356) de devoir valoriser *going-concern* l’entreprise, le pouvoir du juge deviendrait arbitraire (favoriser le plan et ne pas créer une atteinte excessive), donc imprévisible, favorisant les jeux stratégiques, ne facilitant pas les accords et créant de l’incertitude source de perte de valeur pour les créanciers – souvent source d’enrichissement pour les actionnaires. La seule réponse à ces critiques consiste à conclure que même la règle de priorité relative implique d’avoir égard dans l’approche de proportionnalité à la valeur *going-concern* ;
   * Si la règle de priorité relative exige quand même une valorisation[[357]](#footnote-357), le juge dispose d’un comparable pour faire son test de proportionnalité ;
   * Le fait d’accorder au seul débiteur le droit de formuler un plan et de demander ou non la validation du plan (à la différence du *Chapter 11* où les créanciers peuvent le proposer après 6 mois) prive les créanciers de la possibilité de créer un marché où la valeur se fixerait, ce qui pousserait à retenir la règle de priorité absolue ;
   * Le modèle de la New-value relative favorise les conversions en actions et les actionnaires anciens qui, en proposant une conversion sur des bases favorables, obtiennent un avantage plus grand que les créanciers ordinaires[[358]](#footnote-358). Ceci est d’autant plus vrai pour les entreprises non-insolvables à qui la directive est applicable et ouvre la porte à des restructurations stratégiques[[359]](#footnote-359) ;
   * …
2. Priorité absolue – priorité relative : la difficulté du classement des classes. Des auteurs européens ont répondu que, compte-tenu de l’existence en Europe de nombreux privilèges et de la possibilité de restructurer l’entreprise solvable sous le couvert des procédures de la directive, la règle de priorité absolue n’était pas praticable[[360]](#footnote-360) ou délicate à appliquer pour le juge.

En effet, le juge devrait hiérarchiser des classes contenant des créances avec des rangs différents sur des assiettes différentes avec des modalités différentes. ce travail de « *hiérarchisation »* nécessaire à la règle de priorité absolue serait un exercice difficile.

De ce point de vue, le système américain est plus simple. Les classes contiennent des créances uniquement classées par rang selon une hiérarchie prédéfinie que nous reproduisons.[[361]](#footnote-361)

1. Secured Claims
2. Superpriority claims (e.g., debtor-in-possession financing)
3. Priority claims

**3a.** Administrative expense (including legal and professional fees incurred in the case)

**3b.** Wages, salaries or commissions

**3c.** Employee benefit claims

**3d.** Claims against facilities that store grain or fish produce

**3e.** Consumer deposits

**3f.** Alimony and child support

**3g.** Tax claims

**3h**. Unsecured claims based on commitment to a federal depository institution’s regulatory agency

1. General unsecured claims
2. Preferred stock
3. Common stock

Le juge américain peut donc aisément appliquer la règle de priorité absolue – quitte à relativiser ensuite (doctrine du « *Fair & equitable*) ou du « *Gifting* »).

## Correction du pouvoir du juge : l’indemnité

1. Recours. Les décisions validant les plans – et donc les valeurs sous-jacentes – doivent pouvoir faire l’objet d’un recours par une procédure accélérée non-suspensive.

La non-confirmation du plan peut conduire à l’octroi de compensation financière aux créanciers dissidents contestataires à charge du débiteur ou des créanciers approuvant le plan, ce qui justifiera donc à la fois que le juge tranche rapidement et, d’autre part, de nombreuses contestations sur ces valeurs.

## Juge et « *Fair* & equitable »

1. La Notion de « *Fair et équitable*» en droit américain. Nous avons sommairement rappelé ci-avant que le code [[362]](#footnote-362) impose deux test : le plan ne peut pas créer de discrimination « *unfair* » et doit être « *Fair* *et equitable* ».

Le premier test « *unfaire* *discrimination* » est assez proche de notre test issu des articles 10 et 11 de la constitution : si un créancier de même rang ne reçoit pas le même dividende qu’un autre, il faudra une justification raisonnable [[363]](#footnote-363), par exemple les créanciers opérationnels peuvent être payés plus vite que les créanciers de dommages, les premiers étant plus critiques pour l’exploitation[[364]](#footnote-364) ou selon des % différents selon que les créanciers soient stratégiques ou non [[365]](#footnote-365) ou, inversement, moins à des créanciers opérationnels qui devaient connaitre la situation et se sont engagés à risque[[366]](#footnote-366).

Le second test est décrit ci-avant. Il accorde au juge un pouvoir important.

1. La Notion d’égalité des créanciers[[367]](#footnote-367) semble donc – et de manière surprenante - au cœur du traitement puisque chaque créancier de chaque classe au même rang devrait recevoir la même chose. Surprenante puisque le système produit des traitements différents dans la pratique comme dans l’affaire Chrysler où la Cour admit de traiter différemment les créanciers opérationnel, les créanciers de dommages et les obligataires *unsecured* .

La réponse à la création de privilèges, de clauses contractuelles exorbitantes et à toutes les formes modernes de la création de priorité factuelle a été la notion de « *Fair* et *equitable* » et le traitement différencié dont le juge conserve en réalité un pouvoir d’appréciation essentiel pour restaurer une égalité relative et juste.

Dans le dossier Energy Future[[368]](#footnote-368) la Cour admit un traitement différent sur base des explications jugées fondées qui distinguaient les situation s[[369]](#footnote-369)à propos d’un plan prépack traitant distinctement deux lignes.

## Juge et priorité relative

1. Il est utile, pour débattre cette question, d’examiner certains droit étrangers. L’expérience brésilienne – où la règle de priorité relative est accompagnée d’une « *Fair outcome »* est intéressante[[370]](#footnote-370). Le juge possède un pouvoir de « *correction* » de la situation en contrôlant « *l’équité »* – ce que peut-être nous appellerons d’un autre mot, à savoir la proportionnalité.
2. L’atteinte excessive aux intérêt des créanciers semble une notion qui permet au juge une appréciation sur le fonds plus que marginale. Il devient le contrôleur économique et financier de la proposition faite aux créanciers.

Ce pouvoir sera sûrement encadré par les enseignements de la jurisprudence.

## Juge et suspension des poursuites

1. Pouvoir du juge. Le juge pourra décréter une suspension des poursuites individuelles, semi-collectives ou collectives. Les Etats peuvent limiter ce droit si la suspension n’est pas « *nécessaire »* ou si elle n’a pas pour objectif réel de « *permettre des négociations sur le plan »*. Cette suppression peut s’appliquer à toutes les créances – y compris les garanties ou les privilégiées.

Les Etats peuvent demander au juge d’exclure la suspension des poursuites qui ne risquent pas de mettre en péril la restructuration ou qui crée un préjudice excessif aux créanciers.

Le juge peut la renouveler ou la retirer en fonction de son appréciation sur les progrès de la négociation, de l’atteinte excessive aux droits et intérêts des parties ou lorsque la liquidation devient inévitable, voire lorsqu’elle peut entrainer l’insolvabilité du créancier. elle peut porter sur les créances futures ou post-sursitaires.

Ce pouvoir est très significatif et de pleine juridiction.

## Le juge et les financement

1. Pouvoir du juge. Le juge peut devoir approuver ex ante les nouveaux financements ou les transactions liées à la restructuration comme celles utiles à la restructuration, les conseils liés à la restructuration, les contrats de travail et la gestion courante. Il s’agira d’une compétence de plein exercice.

# Valeur et administrateurs, médiateurs, avocats, experts et praticiens de l’insolvabilité – nouvelle pratique

## Les actionnaires et les dirigeants

## 

1. Les dirigeants[[371]](#footnote-371) ont, par la directive qui devra être transposée, l’obligation de faire attention aux intérêts des créanciers et des détenteurs d’intérêts parmi lesquels les actionnaires et les autres parties prenantes, en évitant les négligences importantes qui mettent en cause la viabilité de l’activité. Ils doivent aussi « *minimiser* *la perte pour les créanciers, tenir compte des intérêts des créanciers ».* Ils reçoivent une forme de mission fiduciaire au profit des *stakeholders* qu’ils doivent mener avec une certaine forme d’indépendance.

La règle est aussi issue de la pratique américaine.

1. Les actionnaires : leur rôle devient plus important. Ils peuvent subir les contraintes nouvelles de la directive : être réunis en une classe et subir un abattement de leurs droits, subir une augmentation de capital dilatoire, être privés des pouvoirs de décision, notamment de limiter le recours à une restructuration.

Ils peuvent aussi avoir des opportunités : participer à des augmentations de capital en apportant de la « *New-Value »* ou en préservant la valeur des actions existantes.

## Les professionnels de l’insolvabilité

1. Les praticiens de l’insolvabilité. L’article 5 permet à la législation nationale de prévoir la désignation d’un praticien de l’insolvabilité dans les cas qu’elle fixe tandis que cette désignation est imposée dans le cas de l’application interclasse et dans le cas de la suspension générale des poursuites. Le juge doit avoir la possibilité de désigner un tel praticien pour préserver les intérêts des parties. Ainsi, lorsque la valeur *going-concern* devient un élément-clé de la procédure – et, en particulier, en présence d’un *Cram-down*, la directive organise une double sécurité d’objectivité : celle pesant sur l’administrateur que nous avons décrit et celle créée par la désignation d’un praticien.

Défini à l’article 2.1, 12° de la directive, le praticien peut assister le débiteur ou les créanciers (qui pourraient donc pouvoir demander la désignation pour *Fair*e respecter leurs devoirs judiciaires) dans la rédaction du plan – et donc dans la constitution des classes et la détermination des valeurs – et contrôler l’activité du débiteur pendant cette négociation.

Le praticien de l’insolvabilité ainsi désigné objectivera les valeurs de liquidation ou going-concern. Il ne s’agit pas de désigner des experts comme, par exemple, des professionnels du chiffre – même s’ils pourront être désignés de concert avec le praticien au profit du juge – puisqu’il s’agit de proposer des valeurs minimales et maximales, basées sur des hypothèses souvent juridiques, basées sur des scénarios souvent liés aux procédures d’insolvabilité afin d’aider le juge à trancher. Il s’agira de professionnels aguerris aux procédures d’insolvabilité plus juristes que purement financières même si un mélange des compétences est utile.

1. Le test de marché : le mandataire prépack peut aider à réaliser un test de marché sur la valeur going-concern ou la valeur de liquidation de l’actif ou du débiteur[[372]](#footnote-372).

Dans plusieurs dossiers[[373]](#footnote-373), la désignation d’un médiateur ou d’un mandataire a permis de mettre en place des procédures d’appel d’offres – avec Data Room – qui ont permis d’objectiver ces valeurs sur base du marché. Dans d’autres, des curateurs ont pu indiquer ce qui, d’après eux, représentait la valeur de faillite d’actifs incorporels tandis que les professionnels du secteur économique concerné pouvaient indiquer les ratios usuels de valorisation ou les valeurs des comparables. Si le droit ne le prévoit pas *expressis verbis*, une utilisation créative ne l’empêche pas.

Ces procédures sont nécessaires en présence de situation particulière : les transactions en droit commun se valorisent par le prix payé sur un marché pertinent. Le marché très ouvert et très liquide comme, par exemple, la bourse, la vente immobilière, les œuvres d’arts permettent de juger d’une valeur pas trop éloignée du prix que paiera probablement un candidat acquéreur. Sur des marchés plus fermés, la valeur est directement proportionnelle à la capacité de trouver, dans le temps imparti, un ou plusieurs acquéreurs. La notion même de valeur de marché est donc relative. S’il existe un marché pour des actifs ou des activités en *Distress* – car le *distress* crée des conditions particulières qui affectent l’objet à é*value*r et restreint le nombre d’acteurs susceptibles de *Fair*e offre – celui-ci est, d’une part, restreint, peu transparent et, en réalité, constitue souvent autant de sous marchés qu’il n’y a de secteurs d’activités et de types de difficultés de l’entreprise.

Que l’entreprise ait perdu ou non beaucoup de son crédit auprès des clients, des fournisseurs-clés, du personnel, des banques et assureurs-crédit ou factor, le redressement, même clairement établi sur papier, sera souvent long et difficile en exigeant de « *l’auditeur »* une grande compétence et un grand investissement. Que l’entreprise soit sur un secteur ou un segment de marché porteur, propriétaire de sa chaîne de valeur, avec une importante spécificité (propriété intellectuelle ou commerciale, savoir-*Fair*e, …) et son exploitation pourrait intéresser des concurrents qui auront pu vouloir l’acquérir sur le marché normal.

Dans les dossiers prépack[[374]](#footnote-374), les médiateurs prépack, après avoir abordé les concurrents et les éventuels candidats – sans évidemment procéder à une annonce publique – n’ont trouvé aucun amateur pour la branche d’activité tellement l’activité était particulière ou sa valeur de marché très faible.

L’annonce publique qui serait censée ouvrir à plus d’offrant le marché assimile souvent la vente à une « *vente publique »* qui est un marché distinct plus restreint puisqu’il attire plus d’opportunistes en mal de sous-valorisation auxquels in fine on sera bien obligé de vendre.

L’objet lui-même et sa présentation influence le marché ; sur un marché ouvert, l’information prospective participe à la valeur. Sur un marché de vente publique, les incertitudes liées à l’objet en réduisent la valeur. La qualification de l’objet à restructurer – tout comme la description de l’immeuble à vendre – participe grandement à la définition du marché pertinent et donc de la valeur.

Dans ce cadre, les praticiens en charge de cet appel d’offre souhaitent que l’activité se poursuive « *normalement »* durant la période de l’appel d’offre. Ils pourraient chercher à ce que l’entreprise soit donc financée ou refinancée pour qu’elle conserve une valeur *going-concern* qu’ils cherchent à réaliser. Leur travail peut donc s’exercer de concert avec le juge qui autorisera les financements ou avec les praticiens.

1. Les médiateurs. Les créanciers ont intérêt à participer à la discussion sur ces valorisations. Ils auront des critiques sur le plan financier, sur la méthode, sur les éléments du WAAC, sur les comparables, sur les éléments de marché. Le juge, saisi de ces nombreuses contestations, aura du mal à les trancher. Un médiateur – compétent en matière financière et managériale – pourra tenter de « *médier »* les points de vue des créanciers entre eux – des créanciers et du débiteur – des créanciers et des actionnaires. Il pourra synthétiser les points de vue de chacun sur chaque point et remettre au juge un document de synthèse aidant à orienter l’intervention du juge – dès le sursis ou la demande de validation des classes ou des refinancements ou, au moins, à construire leur désaccord, à l’objectiver et à en limiter le coût et la durée.

## Les avocats

1. L’avocat du débiteur n’est plus l’avocat de la majorité des actionnaires mais l’avocat des dirigeants représentant l’être social chargé d’une fonction judiciaire. Son rôle de « *défense »* existe et lui laisse des marges d’appréciation mais les charges qui pèsent sur ses mandants pèsent aussi sur lui.
2. L’avocat des actionnaires et des créanciers défend un point de vue. La plus grande part de son activité nouvelle réside dans la défense de la valeur – des faits qui la justifie ou de la poursuite d’activité qui la crée – des discussions sur les paramètre de celle-ci et sur les négociations interclasses. Son objectif, s’il s’agit d’obtenir plus que la valeur de faillite qui sert de plancher à la procédure, est donc de « *négocier »* un prix au pouvoir de nuisance qu’il représente : pour les actionnaires, une discussion sur la capacité contributive affectée aux créanciers ou sur la valeur de la créance extraordinaire ou sur la conversion en actions ; pour les non-sécurisés  sur la valeur qui pourrait réduire le paiement des sécurisés ou sur le traitement excessif qui ne leur attribuerait plus que la valeur de liquidation ; pour le sécurisé, la capacité de payer aux non-sécurisés un dividende plus grand qu’en liquidation.

## Les experts

1. Les experts désignés par le juge soit pour l’éclairer lui, soit pour servir aux parties devront avoir des compétences spécifiques en insolvabilité – plus larges que financières – incluant le droit de l’insolvabilité – l’approche économique et la capacité de médier les hypothèses et les réponses avec d’autres experts.

Leur « *honnêteté »* intellectuelle doit être garantie par une procédure ad hoc. Ils doivent pouvoir disposer de données fiables sur le marché et de comparables pertinents. Ils doivent pouvoir adapter leur intervention au type d’entreprise.

Les experts des parties ont, en droit Américain, une grande importante. On a vu que la valeur est déterminée par le juge sur base d’une bataille autour de la preuve des faits déterminant la valeur et partant sur ce qui permet de l’inférer de manière assez discrétionnaire par le juge.

Dans un article intéressant[[375]](#footnote-375), il est rappelé que les experts sont, aux Etats-Unis, des témoins qui doivent pouvoir répondre à la *cross examination sur* les critères permettant d’apprécier cette valeur. Un expert peut témoigner sur des éléments précis (prime de risque, décote, surcote, prix[[376]](#footnote-376)) ou sur une évaluation globale. Les *Hearing*s sont réglés par le « *Federal Rules of Evidence »* qui, en sa section 401 définit la preuve et la manière de l’établir. Les sections 701 et 702 donnent des indications sur la précision attendue d’un expert à la différence d’un témoin. Il faut établir sa qualification, son expertise, ses compétences techniques, ses spécialités, ce que la Cour peut vérifier pour écarter la personne proposée[[377]](#footnote-377). Les débats contradictoires sur ces compétences puis sur le fond de l’expertise sont souvent de grande qualité.

Souvent, la valeur retenue est bien plus la combinaison des avis des économistes, des comptables, des banques d’affaires que des « *experts en évaluation* » comme cela a d’ailleurs été le cas dans l’affaire Timbers citée[[378]](#footnote-378) car l’évaluation est plus une appréciation d’un ensemble de faits – avérés ou non – que d’une science mathématique. Dans l’affaire Timbers III[[379]](#footnote-379), la Cour Suprême a ainsi pu attirer l’attention sur l’obligation des avocats de trouver les preuves utiles à déterminer la valeur appropriée.

## Nouvelles responsabilités

1. Projet de loi. Il semble donc inévitable que le projet de loi intégrant la directive tente de solutionner les rôles et les procédures utilisables par chacun de ces acteurs. La loi devra organiser les « *disclosures »* utiles et pertinentes car les informations sur la valeur devraient être recherchées et partagées dès l’ouverture de la procédure et, comme aux Etats-Unis – révélées aux créanciers avec qui une discussion couverte par le secret des affaires, devrait pouvoir être engagée à la condition de la signature de la convention de confidentialité, de non-débauchage et de non-concurrence protectrice de la valeur. Le débat ne doit pas être tranché, il doit être utile aux finalités des procédures et permettre au juge de *Fair*e son office.
2. Nouvelle pratique du droit de l’insolvabilité : la mise en œuvre de la règle de priorité – et celle du *Best interest* – qu’elle soit d’ailleurs relative ou absolue va changer profondément le droit de l’insolvabilité. En limitant le droit des créanciers à la valeur *going-concern* et en les obligeant à se la partager tout en donnant à chacun au moins autant qu’en liquidation, la règle obligera tous les créanciers, les actionnaires et les débiteurs à un travail d’alignement de leurs intérêts plus que d’opposition – souvent stérile – de ceux-ci. Pour les professionnels, le changement de pratique sera très important, beaucoup plus axé sur l’économie et la finance que sur la forme et la procédure juridique tout en valorisant mieux la stratégie et la gestion des comportements de tous les acteurs fusse au risque de liquidation. Cette pratique – si elle produit un meilleur rendement pour les créanciers tout en préservant les débiteurs – créera (comme aux Etats-Unis[[380]](#footnote-380)) plus de valeur ajoutée. Elle sera plus appréciée e valorisée.

# Conclusions : Nouveaux axes du droit de l’insolvabilité- enjeux pour les *stakeholders*

## Nouveaux ou pas nouveaux ?

1. Ressemblances  entre le *In the money* et le droit actuel : Au terme de cet examen, on peut être surpris de constater que les notions de la directive – souvent présentées comme « *un machin* » ou une « *usine à gaz* » - ne sont pas très éloignées des notions existantes dans notre droit actuel : valeur going-concern, valeur de liquidation, non-discrimination, traitement proportionnel , catégories de créanciers, créanciers secured ou non-secured ( ordinaires et extraordinaire) , protection des droits des extraordinaires (paiement d’intérêt et non extension au-delà de 24 mois en cas d’atteinte à la valeur), accord du créancier extraordinaire.
2. Des différences existent cependant.

Pour les créanciers extraordinaire (*Secured*), dans le modèle actuel, chaque créancier extraordinaire ne peut se voir imposer sans son accord individuel autre chose qu’un délai de 24 mois[[381]](#footnote-381) alors que dans le modèle nouveau, il pourrait devoir accepter ou se voir imposer un plan qui limite ses droits en-deçà des nominaux, voire en-deçà de la valeur going-concern de l’actif qui le sécurise jusqu’à la valeur de liquidation. L’applications de la règle de priorité relative accorderaient au juge européen plus de pouvoir que n’a actuellement le juge américain de distribuer les pertes en partie sur le créancier extraordinaire en prenant en compte les intérêts des autres stakeholders si la continuité de l’entreprise l’exigeait.

Les créanciers ordinaires (*Secured*) auront un plus grand levier qu’aujourd’hui dans la nouvelle procédure puisque souvent le vote majoritaire en volume dans l’actuelle procédure est obtenu par le vote des extraordinaires qui ne sont pas très affectés ou par les créances liées. Dans le nouveau système, les créanciers *Unsecured* (ordinaires), en refusant de voter et en discutant la valeur de l’entreprise, pourront négocier un traitement plus favorable.

Les actionnaires, qui ne pouvaient rien se faire imposer dans la procédure actuelle, pourront devoir subir une conversion de créance à des conditions défavorables qui minimisent leurs droits. Le principe est même qu’ils pourraient être partiellement expropriés de leurs droits, au moins partiellement - au profit des créanciers juniors sauf s’ils réinvestissent d’une manière ou d’une autre dans la valeur de l’entreprise

Le processus sera aussi différent : la création des classes et même la suspension des poursuites résulteront peu ou prou d’une négociation. La discussion sur la valeur sera nécessaire si une des parties veut éviter de « *jouer aux dés* ». Il est donc vraisemblable que de nombreuses procédures puissent se terminer au stade de la négociation. L’accord amiable homologué pourra servir. On peut aussi imaginer de le compléter d’une procédure de type Schème qui – toujours dans le *Pre-Insolvency* – aboutira à constater un accord certes contraint, mais encore un accord.

Les travailleurs trouveront dans la directive, si elle est transposée sur ce point, un levier pour contester l’approbation de plan qui affecterait trop leur situation au regard du traitement fait aux créanciers – en particulier financier – et aux actionnaires.

Création d’un seuil minimum : la procédure de réorganisation prévue par la directive – mais la directive n’oblige pas à supprimer les autres procédures actuelles –attribue au moins à chaque créancier, selon son rang, la même valeur qu’en cas de faillite. Elle ne vise que les entreprises viables capables de soutenir le processus imposé par la directive. Si tel n’est pas le cas, les PRJ actuelles pourront être mises en œuvre distinctement ou successivement à la nouvelle procédure. Le seuil minimum (valeur de liquidation) est une garantie pour les créanciers.

Les PME peuvent être dispensées d’être obligées de recourir à ce système, mais peuvent avoir intérêt à l’utiliser, en présence de dettes extraordinaires, que la PRJ ne peut abattre d’une dette institutionnelle majoritaires ou en présence d’un nombre de créanciers récalcitrants majoritaires en nombre. Notons que la loi CARES de 2019 applicable le 19 février 2020 aux Etats unis a elle aussi modifié le chapter 11 pour les PME ( moins de 7.500.00 $ de dette) : elle prévoit une application différente de la règle de priorité envers les actionnaires dont on ne peut pas se passer lorsqu’il s’agit d’une PME, supprime les disclosures pour diminuer les frais sauf sur injonction de la Cour, ne donne pas aux créanciers le droit de déposer un plan concurrent, reporte la date de paiement des frais de procédure à la fin de celle-ci, accorde un délai plus court de 90 jours pour présenter le plan, ne prévoit pas de comité des créanciers, permet la désignation d’un Us trustee en écartant ses frais si le test du meilleur intérêt des créanciers reste applicable.

1. Nouveaux outils ? La détermination par le juge ou les parties des valeurs supposerait la création d’une base de données des entreprises ayant eu recours à ces procédures pour déterminer les décotes ou surcotes applicables. Le modèle américain pourrait être pris en exemple. Des études économétriques sur ces données et sur les valeurs boursières seraient nécessaires. La littérature économique – financière et juridique doit se développer pour décrire les principes que pourraient utiliser les juges.

## Règles de priorité absolue ou priorité relative

1. Le choix que va poser le législateur sur les classes est déterminant. S’il abonde dans le sens où la loi ne devrait pas interdire la création de classes spécifiques par le débiteur dans chaque dossier et, par conséquent, où le juge se trouvera en présence de classes composées de créanciers aux rangs très différents et ce, sans changer les rangs et les privilèges, il semble que la priorité absolue ne sera pas souvent applicable – le juge, en effet, trouvera souvent une grande difficulté de hiérarchiser les classes qui ne pourraient être composites.

Pour retenir la règle de priorité absolue, il faudrait, comme aux Etats-Unis, classer les créanciers parmi des classes regroupant les privilèges se ressemblant suffisamment et en modifiant au besoin leur hiérarchie.

La règle de priorité relative, utilisable pour des dossiers d’espèce lorsque l’objectif de restructuration s’impose, est donc une règle adéquate à condition que la loi précise la manière dont elle droit être mise en œuvre. Le traitement « *equitable »* ou « *Fair »* du droit Américain peut se retrouver, en partie, dans le critère de proportionnalité issu de la jurisprudence de la Cour Constitutionnelle sur les articles 10 et 11 de la Constitution.

La règle de priorité relative donne aussi au juge des moyens complémentaires pour protéger l’actionnariat existant d’une mesure d’ « *expropriation* » excessive en lui réservant la balance des intérêts.

Si la règle est, par conséquent, moins prévisible que la règle de la règle de priorité absolue – et encore, on a vu qu’elle n’était pas impliquée en droit américain de manière toujours absolue – et que, par conséquent, elle favorisera moins la négociation, elle est à mon avis, le seul praticable.

L’examen de proportionnalité requis se fera cependant plus dans la perspective de la maximalisation de l’intérêt des créanciers que dans la seule perspective de la continuité de l’entreprise. La directive inhère un glissement de valeur à protéger – l’entreprise dans la LCE et el Livre XX, même au prix d’abattement important des droits des créanciers – les créancier dans la directive au prix de devoir recourir à d’autres procédures si la rentabilité et la viabilité se soutiennent par le paiement des créanciers.

## Les autres règles essentielles

1. La directive introduit aussi d’autres règles de la priorité absolue ou relative qui participent à une nouvelle perception du droit de l’insolvabilité et que le législateur doit introduire.

* Le Best interest des créanciers à travers la valeur de liquidation doit être défini de manière à rendre le test facile à utiliser ;
* Le test de viabilité ou de faisabilité doit être retenu ;
* Permettre aux créanciers, au bout d’un certain temps, de présenter un plan alternatif qui participera à rétablir une négociation que la règle de priorité relative a miné ;
* La règle de la « *New Value* » participe à augmenter la valeur de l’entreprise ;
* La règle de contrôle *ex ante* sur le financement et l’octroi de privilège ou sûreté New Money ou post-Money participent à augmenter la valeur de l’entreprise ;
* L’absence de discrimination et un traitement *Fair* des créanciers permet d’écarter des paiements trop petits aux créanciers au profit de l’actionnaire

1. La valeur illustrative. Sur base des développements faits, on peut aussi illustrer les valeurs.

**0**

**100**

**Valeur liquidation valeur *going-concern***

Liquidation par morceaux en vente publique

Valeur d’entreprise cotée en progression

Valeur de cession d’entreprise privée

Valeur PME et grande entreprise moyennement rentable

Valeur PME moyennement rentable

Valeur en continuité

Valeur en bloc

Morceau avec du temps

## Propositions pour la loi de transposition

1. Le concept in money est un tout. Il est certes d’abord fondé sur ces valeurs, mais il est aussi fondé sur la règle de non-discrimination et de non atteinte excessive aux droits et intérêts des créanciers (Fair & Equitable), sur la règle de la New-Value et des classes y compris celles incluant les actionnaires, sur la protection adéquate du créancier sécurisé, sur la détermination de la valeur des créances et litiges à la valeur going-concern et à celle d’un DIP financing permettant de maintenir et d’augmenter la valeur. La procédure doit permettre de vendre en cours de procédure des actifs, voire une partie importante ou totale des actifs et activités (§309) afin de préserver l’entreprise tout en apportant aux créanciers une vraie valeur going-concern. La loi de transposition devra être précises sur ces points tellement notre culture juridique est plus « *formelle* » qu’économique.

Deux points méritent une attention : dans le système US, le débiteur est tenté de faire des propositions raisonnables pour aboutir à un accord, car au terme du premier délai, ses créanciers pourront proposer un plan alternatif peut-être moins favorable ; cette solution n’existe pas dans la directive et en droit interne, la seule option laissée aux créanciers est donc soit d’accepter le plan du débiteur, soit d’accepter la valeur de liquidation. Une procédure qui pourrait permettre de proposer un plan alternatif est à évaluer. Le second point est l’existence d’un marché du DIP financing qui est probablement à créer en organisant mieux les priorités ou superpriority.

En outre, il conviendrait de donner à la phase amiable de la procédure et partant confidentielle un cadre efficace permettant d’aboutir à autant d’accord que ceux qui se matérialise aux Etats-Unis et même en France. Un cadre adéquat pourrait aboutir à solutionner de nombreuses situations.

1. Les débiteurs devraient soutenir une intégration dynamique de la directive. Des restructurations de grosses PME ou de grandes entreprises comme NYRSTAR, BRANTANO ou ORCHESTRA-PREMAMAN seraient enfin possibles. Les PME ne seraient pas obligées d’utiliser ce système sauf si elles y trouvent un intérêt. En modélisant mieux le traitement des créanciers – et parmi eux, les sécurisés et les non-sécurisés – par rapport aux actionnaires au seins d’un processus conduit par des dirigeants attentifs à l’intérêt des *stakeholders*, au besoin avec l’intervention de praticiens de l’insolvabilité, la directive protège et maximalise mieux la valeur de l’entreprise et la valeur des créanciers.

Intégrer que chacun soit traité équitablement et proportionnellement à ses droits et intérêts sur la valeur réelle de l’entreprise porte une vision différente de l’insolvabilité. Permettre la conversion ou les clauses de retour à meilleure fortune sur la valeur future, mais dans une proportion raisonnable avec l’allocation de la valeur future à ceux qui la créeront est aussi un message intéressant.

Si l’on prend l’exemple de BRANTANO ou ORCHESTRA-PREMAMAN ou de CAMAIEU, on peut raisonnablement conclure que ce modèle contient une approche plus efficiente et moderne du droit de l’insolvabilité, voire pour les créanciers, d’un droit de la solvabilité.

L’argument traditionnel pour écarter ces dispositions seraient le coût et la complexité. Le coût et la complexité – et aussi en conséquence d’aléa – sont des armes de négociations en vue d’aboutir à des accords puisque, selon que la valeur soit plus ou moins grande, les créanciers pourraient être plus ou moins payé. Le coût n’est souvent important que si l’enjeu est important. La complexité dépend de la manière dont on perçoit la question de la valeur : est-elle une valeur qui doit être arrêtée de manière précise, que le constat est exact, faut-il seulement trancher (à défaut d’accord pour simplifier la procédure) les barrières basses et hautes d’une valeur et l’argument cesse d’être essentiel, voire même pertinent. Cette « *complexité* » est clairement utilisée par le juge américain pour passer à des accords. Il reste à prévoir des modalités dans le droit national qui permettent d’aboutir à un résultat similaire.

1. L’appui d monde financier : l’argument traditionnel évoqué à chaque réforme et qui s’exprime souvent dans le lobby actif de Febelfin à chaque projet est que la modification des droits des créanciers rendrait le crédit plus difficile. Un débat doit être tenu. Différents arguments plaident pour considérer que la situation des créanciers financiers est meilleure : ils doivent obtenir au moins autant qu’en liquidation d’une entreprise viable et peuvent négocier d’avoir une part raisonnable de ce qui sépare la valeur de liquidation de la valeur *going-concern*.

Par contre, en mettant au cœur du processus de validation les créanciers *Secured*, la directive leur laisse un droit à mon sens plus important qu’à ce jour sur la gestion de la procédure.

1. Les juge verraient leur intervention considérablement renforcée. Cela ne devrait pas trop les effrayer. Ils pourraient, selon ce que la loi de transposition prévoirait, se faire une opinion de ce que les uns et les autres retiennent comme valeur de l’entreprise. Ce processus commencé au début de la procédure, par exemple, lors de la demande de sursis, impactera clairement la position des parties qui pourraient se rapprocher. Les créanciers sauront que le juge pourrait être tenté de retenir une valeur – tant de liquidation que *going-concern* – qui aurait des conséquences sur l’approche qu’il aurait de « *l’atteinte excessive aux droits et intérêts des créanciers*» et l’autoriser à accepter un traitement voté par une majorité de classes, fussent-t-elles dans ce cas de créanciers « *ordinaires* » en imposant *le Cram-down*. Dans ce traitement, la part maintenue aux actionnaires peut être plus grande tout en limitant dès lors la part payée aux créanciers, y compris les « *extraordinaires* ».

En réalité, le juge s’approprie non pas un contrôle économique d’opportunité, mais un contrôle de proportionnalité. En approuvant les financements, les transactions et les classes, le juge suivra l’évolution de la procédure comme le font ses homologues étrangers.

1. Les professionnels risquent de devoir évoluer : Les débats sur la valeur auront quand même une grande importance et une grande valeur ajoutée. Cette contribution ne viserait qu’à donner quelques indications utiles sur l’exercice. Le prépack cession – récemment réformer au Royaume-Unis, apportera des valeurs implicites de marché qui serviront de base à la procédure même si des évaluations complémentaires sont nécessaires.

Le dossier Pain Quotidien reste un bon exemple en Belgique : Test implicite de valeur par le prépack - accord du créancier extraordinaire de se limiter à la valeur going-concern - plan de cession aux Etats-Unis sur le même modèle, DIP financing, règle de proportionnalité …

D’autres publications viendront sûrement compléter ce premier essai.

1. Cette contribution a été soumise à une peer review de différents auteurs que je remercie. La contribution reprend leurs avis et commentaire soit dans le texte en les citant en bas de page, soit en note infrapaginal selon l’importance de leurs contribution. Merci à eux. [↑](#footnote-ref-1)
2. Spécialiste en droit de l’insolvabilité et chargé d’enseignement au sein du certificat universitaire des mandataires de crises FUCAM. [↑](#footnote-ref-2)
3. Directive (UE) 2019/1023 du parlement européen et du conseil du 20 juin 2019 JO L/172/18 du 26/06/2019 relative aux cadres de restructuration préventive, … [↑](#footnote-ref-3)
4. Le présent exposé sur ce droit ne se veut pas exhaustif et certain. Il est bâti sur mon expérience et sur des publications accessibles. Il devra surement être débattu en détail par un spécialiste Américain mais ce qui est repris peut donner une bonne indication. [↑](#footnote-ref-4)
5. Selon moi. [↑](#footnote-ref-5)
6. N. WA Tollenaar: “ The European commission’s proposal for a directive on preventive restructuring procedure”, 30 Insolvency Intelligence 65066 (2017) [↑](#footnote-ref-6)
7. R.J de Weijs, Al. Jonkers and M. Malakotipour” The immiment distortion of European insolvency law : How the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing a relative priority”, Amsterdam Research paper, Center of the study of European Contract law, Working paper N° 2019-05. [↑](#footnote-ref-7)
8. Reproduction partielle et c’est nous qui soulignons. [↑](#footnote-ref-8)
9. C’est ce que la présente contribution va essayer de démontrer. [↑](#footnote-ref-9)
10. Ce concept sera développé ci-après. [↑](#footnote-ref-10)
11. En particulier 11 USC § 1101 à 1195 [↑](#footnote-ref-11)
12. G. MACCORMAK, Corporate restructuring law a second chance for Europe, 42 EUR, L Rev 532 (2017) [↑](#footnote-ref-12)
13. C’est le concept clé qu’il faut opposer à nos procédures où il serait interdit de négocier à lire l’article 490*quater* du Code pénal. [↑](#footnote-ref-13)
14. S. GILSON, E. HOTCHKISS, R. RUBACH, “Valuation of Bankruptcy Forms”, The Review of Financial studies vol. 13, N°1, Spring 2000, Oxford Journal, pg. 44. [↑](#footnote-ref-14)
15. Cette notion peut recourir à de nombreuses opérations telles que la conversion des dettes en actions, le paiement, la cession de branche d’activité ou d’actifs, … [↑](#footnote-ref-15)
16. Voir par exemple T. JACKSON, *The Logic and limits of Bankruptcy law*, 44 J Corp L 1, 7 2018 [↑](#footnote-ref-16)
17. S. GILSON, E. HOTCHKISS, R. RUBACH, “Valuation of Bankruptcy Forms”, The Review of Financial studies vol. 13, N°1, Spring 2000, Oxford Journal, pg. 44. [↑](#footnote-ref-17)
18. 11 USC 1129 CHL [↑](#footnote-ref-18)
19. S. GILSON, E. HOTCHKISS, R. RUBACH, “Valuation of Bankruptcy Forms”, The Review of Financial studies vol. 13, N°1, Spring 2000, Oxford Journal, pg. 44. [↑](#footnote-ref-19)
20. V. SJ BUCCOLA, *The janus faces of reorganization law* 44J Corp L 1.7 2018 [↑](#footnote-ref-20)
21. 11 USC § 1129(b) (1) [↑](#footnote-ref-21)
22. On citera ci-après des taux de réussite aux Etats-Unis et en France. [↑](#footnote-ref-22)
23. E. WARREN et J. WESTBROOK, “*The success of chapter 11: a challenge to the critics”*, volume 107, Michigan Law Review 603 (2009), sur internet. [↑](#footnote-ref-23)
24. Retenu à hauteur de 1.800.000/base 2002. [↑](#footnote-ref-24)
25. E. ALTMAN Revisiting the recidivism of Chapter 22 in the US Bankruptcy system, en ligne. [↑](#footnote-ref-25)
26. D. J BUSSEL, *Coalition building through bankruptcy creditors committees* 43 UCLA rev. 1547, 1568, (1996) [↑](#footnote-ref-26)
27. MACCORMAK, *o.c.,* N° 537 et 549; 11 USC § 1129 (a) (7) [↑](#footnote-ref-27)
28. 11 USC § 1121 [↑](#footnote-ref-28)
29. 11 USC § 1129 (b) [↑](#footnote-ref-29)
30. À l’euro, au millier d’euros, aux centaines de milliers d’euros voire au million d’euros près, ce qui pourrait être ressenti comme une difficulté rédhibitoire. [↑](#footnote-ref-30)
31. Voir ci-après. [↑](#footnote-ref-31)
32. D. LOURDES DICK, *Valuation in Chapter 11 bankruptcy: The dangers of an implicit market test*. [↑](#footnote-ref-32)
33. J. KIM Kim, Bankruptcy law Dilemma Appraisal of corporate value in distribution in corporate reorganization proceedings 29 Nw J Int’l L & Bus 137, N° 87 ( 2009) [↑](#footnote-ref-33)
34. ABI Chapter 11 Commission Report 182 ( 2014) [↑](#footnote-ref-34)
35. J. CHRISTOPHER SONTCHI, *Valuations Methodologies - A judge View*, 20, Am Bankr. Insst.L.Rev.1,14 (2012) . [↑](#footnote-ref-35)
36. In re Exide Technologies, 303,B.R. 48( Bank.D.Del,2003) [↑](#footnote-ref-36)
37. K. AYOTTE & E. R. MORRISON, Valuation disputes in Corporate Bankruptcy 166 U Pen L rev ; 1819, 1836-37 ( 2018) [↑](#footnote-ref-37)
38. D. G BAIRD et D.BERNSTEIN, *Absolute priority, Valuation uncertainty and the reorganization Bargain*, 115 Yale L.J. 1930,1951 ( 2006) [↑](#footnote-ref-38)
39. BAIRD ET BERNSTEIN, *ibidem*  note 71 [↑](#footnote-ref-39)
40. R. F. BROUDE, *Cram-down and chapter 11 the bankruptcy code: The settlement imperative*, 39 Bus Law. (1984) [↑](#footnote-ref-40)
41. 11 USC 1129 (a) (11) [↑](#footnote-ref-41)
42. In re trenton ridge investors LLC 461 Br 440 SD Ohio 2011 [↑](#footnote-ref-42)
43. In re Patrician ST Joseph partners LLP 169 BR 669 674 D . Ariz 1994 [↑](#footnote-ref-43)
44. In re Made in Detroit 299 BR 170, 176 Bankr ED Mich 2003 [↑](#footnote-ref-44)
45. Computer task force v Brice 392 BR 274 6the circuit 2008 [↑](#footnote-ref-45)
46. In re Ambranc la Messa 115 F 3 650,653 9th circuit 1997 [↑](#footnote-ref-46)
47. In re Acequia 787 F.2d 1352 1364 (9th circuit 1986) [↑](#footnote-ref-47)
48. In re Pizza of Haw 761 F. 2d 1374 1382 ( 9th circuit 1985) [↑](#footnote-ref-48)
49. In re Danny Thomas 241 F. 3d 959 962 8the circuit 2001 [↑](#footnote-ref-49)
50. In re Hobble diamond Cattle 89 BR 858 ( Bank D. mont 1988) [↑](#footnote-ref-50)
51. Si cette notion est identique à la notion de la directive d’évaluation de l’entreprise en activité. [↑](#footnote-ref-51)
52. TE Mons, ordonnance Président, homologation accord amiable D. [↑](#footnote-ref-52)
53. Tribunal de l’Entreprise de Liège – section Lige, en cause Etat Belge, RG N° N/18/45 et R/18/26 du 10/09/2018 inédit. [↑](#footnote-ref-53)
54. TE Brabant Wallon, 05 octobre 2020, en cause de Sogepa et Nivelinvest c. Sapristic International [↑](#footnote-ref-54)
55. Affirmation minoritaire du juge BRANDEIS de la Cour Suprême dans Missouri ex 1el, Southwestern Bell telephone/Public Service Commission, 262 US, 276, 310, 1923. [↑](#footnote-ref-55)
56. Voir les tableaux parlementaires: H.R. Rep. N°595, 95th, Cong. 1st sess 339, 356, (1977). [↑](#footnote-ref-56)
57. 11 USL §101 (29) [↑](#footnote-ref-57)
58. 11 USL §361 à 363 [↑](#footnote-ref-58)
59. 11 USL §506 [↑](#footnote-ref-59)
60. 11 USL §1129 (b) [↑](#footnote-ref-60)
61. 11 USL §1129 (a) (7) [↑](#footnote-ref-61)
62. First Nat’ Bank/Perdue Hous. 437, F. sup. 36 (Wookla 1977) et In Re O’Neill Enters, 359, F, sup. 940 (wd.va.1973). [↑](#footnote-ref-62)
63. HR. Rep. N°595, 95th Cong. 1 st sess 339 (1977). [↑](#footnote-ref-63)
64. Wright v Union central life insurance, 311, US, 273, (1940). [↑](#footnote-ref-64)
65. Metropolitan Life Insurance v Murel Holding, 75, F. 2d 941 (2d circ 1935). [↑](#footnote-ref-65)
66. In Re Briggs Transportation. 780 F. 2d 1339C 8th circ. (1985) [↑](#footnote-ref-66)
67. Consolided Rock Products v Dubois, 312, US, 510, 525 (1941). [↑](#footnote-ref-67)
68. K. THOMAS: Valuation of Assets in Bankrupty proceding Emerging issues, janvier 1990, Montana Law Review volume 51, pg. 1 et suiv. [↑](#footnote-ref-68)
69. Voir notamment TIMBER , 808, f 2d 363 (1987) et d’autres décisions que nous n’avons pas la place d’examiner. [↑](#footnote-ref-69)
70. Voir ci-après la définition. [↑](#footnote-ref-70)
71. In re Heritage High gate N0 11-1889 ,D. Ct N.J. N° 09- 11198 16 mars 2011, Bankr D. N.J. 6 mai 2010 09-11198 [↑](#footnote-ref-71)
72. Pour mettre en œuvre une négociation sur la règle de priorité absolue comme expliqué dans la présente contribution. [↑](#footnote-ref-72)
73. J.A. COHEN Intangible assets : valuation and economic benefit Hoboren, New Jersey, 2008 Willey & Sons. [↑](#footnote-ref-73)
74. Till v SCS credit corp., 1245.it.1951 (2004). [↑](#footnote-ref-74)
75. Associates Commercial Group v Rash, 520, US 953 (1197). [↑](#footnote-ref-75)
76. In Re donata, 253, BR, 151, 155 (MD Pa 2000). [↑](#footnote-ref-76)
77. In Re Lionel Corp., 722, F.2d, 1063 (2d.circ.1983) et ensuite appliqué pour les autres circuits, et Stephens Industries Inc v Mc Clung 789, F.2d.386,39 (6th circ 1986). [↑](#footnote-ref-77)
78. In Re General Motors Corp., 407, BR, 463, 488 (Bankr.S.D.N.Y.2009) [↑](#footnote-ref-78)
79. In Re Heritage Highgate, 449 BR, 451, 456 (DNJ 2011). [↑](#footnote-ref-79)
80. Par exemple, ce qu’il a fait dans Pain Quotidien NY Inc. Pour des fonds de commerce par définition « *périssables* ». [↑](#footnote-ref-80)
81. In Re Integrated Ressources Inc. 147 BR, 650, (SKNY) 1992 [↑](#footnote-ref-81)
82. In Re Braniff Airways 700, F.2d 935, 939-940 (5th circ.1983). [↑](#footnote-ref-82)
83. In Re Titusville Country club, 128 BR, 396, 399, Bankr. W.D.Pa (1991). [↑](#footnote-ref-83)
84. In Re Ames Dept. Stores Inc., 136 BR, 357, 359, (Bankr. SDNY 1992). [↑](#footnote-ref-84)
85. Cette offre sert de “*lièvre »* après lequel courent tous les autres offrants potentiels. [↑](#footnote-ref-85)
86. Parce que le test s’opère sur un moment détermine, sur un temps limité, avec une diligence limitée. On y reviendra avec le prépack. [↑](#footnote-ref-86)
87. C’est la même technique qui a été utilisée dans Pain Quotidien par le biais de médiateurs prépack. [↑](#footnote-ref-87)
88. Kinga Bauer « *Fixed Asset valuation in the Condition of Bankruptcy : the role of estimates*”, Cracow university of economics juin 2014, sur internet. [↑](#footnote-ref-88)
89. E. ANDRE, *Les actifs incorporels de l’entreprise en difficulté*, Paris, dallez, 2020, volume 191. [↑](#footnote-ref-89)
90. R. REILLY et R. SCHWEIS, *Valuing intangible assets*, New-York Mac Graw Hill 1999 [↑](#footnote-ref-90)
91. A. RILEY et M. ANNIS, “Intellectual property licensing value and value issues in Bankruptcy”, *AIRA* Volume 26 2013, en ligne. [↑](#footnote-ref-91)
92. Voir pour une analyse intéressante : D. KUPETZ, « *Intellectual property issues in chapter 11 Brankruptcy reorganization* » PTC The Journal of Law and Technology 1995, pg 383 et ss, sur internet. [↑](#footnote-ref-92)
93. Paar, Russel and Smith: Valuation of intellectual property and Intangible Asset, Wiley & Sons 1999. [↑](#footnote-ref-93)
94. Anson & Weston “*Establishing Market value for Brands* », Business valuation Review, juin 1996. [↑](#footnote-ref-94)
95. L’étude examine les cas très positifs de Marvel, Polaroïd, Boston Market et constate que le DIP financing a pu valoriser in fine ces droits indépendants de la suite de la procédure. [↑](#footnote-ref-95)
96. Voir sa note aux actionnaires disponible en ligne. [↑](#footnote-ref-96)
97. Pour un exposé de détail de cette restructuration, voir mon article sur la restructuration des grandes entreprises à paraitre. [↑](#footnote-ref-97)
98. https://www.fr24news.com/fr/a/2020/06/hertz-recherche-une-vente-inhabituelle-dactions-de-1-milliard-de-dollars-alors-quil-est-en-faillite.html [↑](#footnote-ref-98)
99. « *Les dessous de l’évaluation de l’entreprise high Tech* », 2015, 18-2, in journals openedition org., Finance contrôle strategie, Une société cotée 50$ pourrait passer à 0,10 dès le départ et revenir à 50 après. Qui est recopié en partie pertinente par souci de gain de place. [↑](#footnote-ref-99)
100. Y. LI et Z. ZHONG “ Investing in chapter 11 Stock: trading, value and performance “ *Journal of Financial Markets,* 2012, p. 34 et s. [↑](#footnote-ref-100)
101. A. SHAKER, “The equity performance of US firms emerging from Chapter 11”, *Bankruptcy Hanken School of Economic*, janvier 2014. [↑](#footnote-ref-101)
102. M. XU, “Three essays in Chapter 11 bankruptcy, post-bankruptcy performance, bankruptcy stock performance and relationship with hedge funds and others vulture investors”, Septembre 2010, *Isenberg School of Management*. [↑](#footnote-ref-102)
103. S. MCHAWRAB, M. ALBOURG, M. KERGOAT et S. DUBREULE [↑](#footnote-ref-103)
104. DAMODARAN, 1999, Applied Corporate Finance: a user manual, John Wiley & Sons. [↑](#footnote-ref-104)
105. Mills RW, 2005, « *assessing growth estimate in IPO Valuation »*, Journal of applied Corporate finance, N°17, pg 73-78 [↑](#footnote-ref-105)
106. KUHNEMAN, 2009, “*Maps of Bounded Rationality: Psychology for behavior Economy*”, the American Economic Review, vol. 95, N°5, pg 1449-1475 [↑](#footnote-ref-106)
107. F. Cancel, Q. LATHUILTE, A. CHUISSIER, de la difficulté de mesurer le coût du capital dans Revue Française de gestion, 2014/5, N°242, p. 103 à 118. [↑](#footnote-ref-107)
108. Graham & Harvey, 2011 « *The Theory and Practice of Corporate finance: evidence from the field »*, Journal of financial economy, vol. 60, N°2/3, pg. 187-242

     JACOBS & SHIVDASANI, 2012, “*Do you Know your cost of capital*?”, Harvard Business Review vol. 90, N°718, pg. 118-124.

     FERNANDEZ, AGUINEOMALLEO, ARENDANO, Market pish premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7192 Answer, sur le net.

     BARRIEL et MITTOO, 2013, « *Théorie et pratique de l’évaluation de l’entreprise*”, Analyse financière vol. 48, septembre, pg. 80-83 [↑](#footnote-ref-108)
109. Voir par exemple : C. HARMEL, « *La différence de valorisation entre une entreprise cotée et une entreprise non-cotée »*, *Louvain Lan school*, 2015, sur internet, avec comme promoteur B. COLONAL. [↑](#footnote-ref-109)
110. S. PARIENTE, *Analyse financière et évaluation des entreprises* 2013 Montreuil Person France p 328 [↑](#footnote-ref-110)
111. C. DISPAS et Y. BOUGDHENE Gestion de portefeuille: guide prtaique Bruxelles 2013 Larcier p 162 [↑](#footnote-ref-111)
112. P. ALPHONSE, DESMULIERS, P. GRANDIN et M. LEVASSEUR, *Gestion de portefeuille et marchés financiers*, Montreuil 2013 Pearson France p 637 [↑](#footnote-ref-112)
113. J. BERCK, P. DEMARZO, G. CAPELLE et N.COUDERCK, *Finance d’entreprise*, 2008 Montreuil Pearson France p 1048. [↑](#footnote-ref-113)
114. S. PARIENTE, *o.c.,* p 328 [↑](#footnote-ref-114)
115. C. Dispas et Y. Boudghene, *o.c.,* p 162 [↑](#footnote-ref-115)
116. Y. KACHURINA, *Méthodes de valorisation des entreprises en Early Stafe en Belgique,* Document non publié Université libre de Bruxelles 2011 [↑](#footnote-ref-116)
117. J. BERCK et P. DEMARZO, G. CAPELLE et N. COUDERC, *o.c.* , p 1048 [↑](#footnote-ref-117)
118. K. PALEPU et P. HEALEY *o.c.* [↑](#footnote-ref-118)
119. C. HARMEL, « *La différence de valorisation entre une entreprise cotée et une entreprise non-cotée »*, *Louvain Lan school*, 2015, sur internet, avec comme promoteur Bruno Colonant page 7 [↑](#footnote-ref-119)
120. SP PRATT & V NICULITA, “Valuing a business The analysis and appraisal of Closely Held Companies” (5th ed) New York MacGraw-Hill p 1098 [↑](#footnote-ref-120)
121. C. HARMEL, *o.c.,* p. 8. [↑](#footnote-ref-121)
122. C. HARMEL, *o.c*, p. 9. [↑](#footnote-ref-122)
123. H. FRONVILLE et A. STREEL Les principales techniques d’évaluation d’entreprises sur internet financialforum.be [↑](#footnote-ref-123)
124. In Re WATERQ 122 Bankr 298 (WD tex 1990). [↑](#footnote-ref-124)
125. D. CARLSON, “Secured creditors and the eely character of Bankruptcy valuations”, *American university Law Review*, VOL 41:63 p.64. [↑](#footnote-ref-125)
126. In re Robbins industries Inc 78 F “D 30 (2d cir 1996). [↑](#footnote-ref-126)
127. <https://www.ibr-ire.be/fr/notre-profession/secteurs-dintervention/pme/plateforme-evaluation-d-entreprises/m-thodes-d-valuation> [↑](#footnote-ref-127)
128. *Source : Prof. Tom Vanacker, Université de Gand, portant sur*[*« Les différentes méthodes d'évaluation »*](https://doc.ibr-ire.be/fr/Documents/plateforme-evaluation-d-entreprises/Tom-Vanacker-FR-methodes-evaluation.pdf)*, journée d’études organisée le 23 octobre 2014 par l’IRE.* [↑](#footnote-ref-128)
129. <http://ante.experts-comptables.com/csoec/content/download/992338/25831426/version/2/file/%28M%C3%89THODES+D+EVAL+RETENUES+ET+ECARTEES+-+2012+04+10%29.pdf> [↑](#footnote-ref-129)
130. Tribunal de l’Entreprise du Brabant Wallon. [↑](#footnote-ref-130)
131. Nous soulignons. [↑](#footnote-ref-131)
132. US Bank N.A. v Verizon Comm. Inc., N° 10-01842, (N.D. Tex. Jan. 22, 2013). [↑](#footnote-ref-132)
133. Mirant Corp., 334 BR 800 (Bankr. N.D. Tex. 2005). [↑](#footnote-ref-133)
134. Exide Techs., 303 BR 48 (Bankr. D. Del. 2003). [↑](#footnote-ref-134)
135. VFB LLC v. Campbell Soup Co., 482 F.3d 62 (3d Cir. 2007). [↑](#footnote-ref-135)
136. TOUSA, Inc., 422 BR 783 (Bankr. S.D. Fla. 2009). [↑](#footnote-ref-136)
137. Nellson Neutraceutical. Inc., 2007 WL 201134 (Bankr. D. Del. 2007) [↑](#footnote-ref-137)
138. Chemtura Corp., 439 BR 561 (Bankr. S.D.N.Y. 2010). [↑](#footnote-ref-138)
139. Spansion, Inc., 426 BR 114 (Bankr. D. Del. 2010). [↑](#footnote-ref-139)
140. ASARCO LLC v Ams. Mining Corp., 396 BR 278 (S.D. Tex. 2008). [↑](#footnote-ref-140)
141. DBSD n. Am. Inc., 419 BR 179 (Bankr. S.D.N.Y. 2009). [↑](#footnote-ref-141)
142. Wilmerhale “*Covid 19 – Rethnking chapter 11 Bankruptcy valuation issues in the crisis”*, avril 2020, sur internet [↑](#footnote-ref-142)
143. C. HARMEL, *o.c.* [↑](#footnote-ref-143)
144. Car chaque plaideur pourra proposer des faits de nature à créer des surcotes ou décotes celles-ci étant d’abord basées sur une situation factuelle [↑](#footnote-ref-144)
145. SJ PRATT et NICULITA, *o.c.,* p 431 [↑](#footnote-ref-145)
146. WL SILBER Discounts of restricted stock The impact of illiquidity on stock price Financial Analyst Journal 1991 47(4) 60-64 [↑](#footnote-ref-146)
147. KH WRUCK, “Equity ownership concentration and firm value”, Journal of Financial Economicw23(1) 3-28 sur internet [↑](#footnote-ref-147)
148. M. HERTZEL et RL SMITH, “Market discount and shareholders gains for placing equity privately” *Journal of Finance* 48 (2) 459-485 [↑](#footnote-ref-148)
149. M. BAJAJ, D. DENIS et A. SARIN, “Firm value and markability discounts journal of incorporation law”, 27(1) p 109, en ligne. [↑](#footnote-ref-149)
150. « *Josée St-Pierre, Moujib bahri »* - Relation entre la prime de risque bancaire des PME et les composantes de leur risque global, Hal, archives ouvertes sur internet, Id : hal-01703304, février 2018. [↑](#footnote-ref-150)
151. C. CARPENTIER et J-M. SURET,, « *Le coût du capital entrepreneurial »*, Revue internationale des PME volume 24 N°03-4, 2011, pg. 103-136 [↑](#footnote-ref-151)
152. Demoduran, « *What is the risfree rate ? a search for the basing Building block*” SSRN working paper. [↑](#footnote-ref-152)
153. PRATT et GRABROWSKI : « *Cost of capital : application and examples Hoboken »*, New-Jersey, John Willy & Sons. [↑](#footnote-ref-153)
154. Riding AL, « *Business angels and Love money mentors »*, An international Journal of Entrepreneurial finance vol. 10, N°4, pg. 355-369 [↑](#footnote-ref-154)
155. PRATT et GRABROWSKI : « *Cost of capital : application and examples Hoboken »*, New-Jersey, John Willy & Sons. [↑](#footnote-ref-155)
156. Grabrowski (2010), Risk premium Report, Duff & Phep [↑](#footnote-ref-156)
157. Cass. 28 avril 2014, C.13.0007F/18, Pas. 2014/4, pg 997-1007 [↑](#footnote-ref-157)
158. Cass. 15 décembre 2017, Pas. 2017/12, pg 2470 [↑](#footnote-ref-158)
159. Cass. 30 novembre 2017, C.060563F/18 [↑](#footnote-ref-159)
160. Cour d’appel de Bruxelles, arrêt N° F-20120628-18 (2011/RG/166) [↑](#footnote-ref-160)
161. In Re Watero, 122 bankruptcy 298 (WD Texas 1990). [↑](#footnote-ref-161)
162. D. BUSSELS, *A third way : Examiners as inquisitors*, 90 AM Bankruptcy L.J.29 52016°. [↑](#footnote-ref-162)
163. 11 USL §1185 (a) (1). [↑](#footnote-ref-163)
164. Christopher Sontchi, « *Valuation méthodologies : a judge’s vieuw, AB car review, vol 2, 1 pg 48* [↑](#footnote-ref-164)
165. Christopher Sontchi, « *Valuation méthodologies : a judge’s vieuw, AB car review, vol 2, 1 pg 1.* pg 52 [↑](#footnote-ref-165)
166. Christopher Sontchi, « *Valuation méthodologies : a judge’s vieuw, AB car review, vol 2, 1 pg 1.* pg 54 [↑](#footnote-ref-166)
167. Valuation : pg 71, par exemple : E-II holding : valeur proposée par le plan 824 millions $, valeur proposée par les créanciers 1,345 millions $. Le juge a retenu 940 millions. Dans National Bigprun cité : plan proposé 200 millions, créancier 1 milliard, juge 464 millions. [↑](#footnote-ref-167)
168. Christopher Sontchi, « *Valuation méthodologies : a judge’s vieuw, AB car review, vol 2, 1 pg 1.* [↑](#footnote-ref-168)
169. Christopher Sontchi, « *Valuation méthodologies : a judge’s view, AB car review, vol 2, 1 pg 1.*  [↑](#footnote-ref-169)
170. Recopier référence Ayotte p. 98 [↑](#footnote-ref-170)
171. Sur laquelle nous revenons ci-après. [↑](#footnote-ref-171)
172. In Re Exide Technologies, 303 BR, 48 (D. Del. 2003). [↑](#footnote-ref-172)
173. In Re Mirant, 334 BR 800 (Bankr. N.D. Texas 2005). [↑](#footnote-ref-173)
174. S. GILSON, E. HOTCHKISS et R. RABACH, « Valuation of Bankruptcy firms », *Oxford Journal*, review of financial studies, vol. 13, N°1, été 2000, pg 43-74 [↑](#footnote-ref-174)
175. 11 USC 1129 (b) (2) [↑](#footnote-ref-175)
176. . GILSON, E. HOTCHKISS et R. RABACH, « Valuation of Bankruptcy firms », *Oxford Journal*, review of financial studies, vol. 13, N°1, été 2000, pg 43-74 [↑](#footnote-ref-176)
177. Dans l’affaire National Gypsum, les créanciers séniors évaluaient l’entreprise à 182 millions et les juniors à 1 milliard. [↑](#footnote-ref-177)
178. D. LOURDER DICH, “Valuation in Chapter 11 Bankruptcy : the charger of an implicit market test”, Seattle university, 2017, L. Rev.1487 (2017), pg 1487 et suivantes. [↑](#footnote-ref-178)
179. C’est ce test qui a été mis en œuvre dans le prépack Pain Quotidien. [↑](#footnote-ref-179)
180. A S. TRAST, “Bankrupty as a Fish Bowl of Disclosure”, *A Bankruptcy inst*. Mar 2010, 48 [↑](#footnote-ref-180)
181. K. SHURFMAN, *Judicial Valuation Behaviour : some evidence from Bankruptcy* 32 FLA, L. Rew 387 (2005). [↑](#footnote-ref-181)
182. In Re Allied Newda Gold Corp., N°15.10503, B. D.Bu mars 10 (2015) [↑](#footnote-ref-182)
183. Boyer V Crown Stock Distribution, 587 F.3d.787.794. 7th cir 2009 [↑](#footnote-ref-183)
184. Mellon Bank V Metro Communication, 945 F.2d.635, 647 (3ème circ 1991). [↑](#footnote-ref-184)
185. 11 USL [↑](#footnote-ref-185)
186. 11 usc § 1129 (a) (7) [↑](#footnote-ref-186)
187. Dans l’affaire Revco le juge avait évalué la valeur sur base d’une vente à 9 mois. [↑](#footnote-ref-187)
188. A. ZENNER : « *Traité du droit de l’insolvabilité »*, Anthemis, 2020, p 793. [↑](#footnote-ref-188)
189. CA Mons [↑](#footnote-ref-189)
190. Ce qui a permis dans le cas de l’affaire WOW d’obtenir en quelques jours et dans le cadre d’une faillite un prix très intéressant d’une entreprise qui vendue en faillite n’aurait plus eu de valeur en raison du départ de ces travailleurs. [↑](#footnote-ref-190)
191. Gand, 31 janvier 2005, RW 2006/9 – 2007, pg 408 [↑](#footnote-ref-191)
192. Rapport Doc parl ch Sess 1995-1996, N°329/17, pg 95 [↑](#footnote-ref-192)
193. Mons, 20 novembre 2007 cité par ZENNER, pg 793 [↑](#footnote-ref-193)
194. TE Namur, en cause de WOW. [↑](#footnote-ref-194)
195. A. ZENNER, op cit., pg 804 [↑](#footnote-ref-195)
196. Com. Brux., 22 octobre 2014, inédit, RG N°A/14/10163 (PRJ Mer du Nord)

     Com. Tournai., 23 juin 2014, inédit, RG N°A/14/00432

     Com. Liège, 2 mai 2014, inédit, RG N° B/14/20, PRJ canal Duchatelet [↑](#footnote-ref-196)
197. A. ZENNER, Ph. LEBEAU et C. ALTER, la loi relative à la continuité des entreprises à l’épreuve de sa première pratique, pg 195, N°134 [↑](#footnote-ref-197)
198. Doc. Parl, Ch. Repr., sess 2012-2013, N°53-2692/001, p 30 [↑](#footnote-ref-198)
199. Com. Bruges, 22 mars 2010, RW 2010-2011, p 680 [↑](#footnote-ref-199)
200. Com. Anvers, 30 décembre 2011, RDC 2012, p 514 [↑](#footnote-ref-200)
201. Considérant 52. [↑](#footnote-ref-201)
202. Article 10.3. [↑](#footnote-ref-202)
203. Du test américain de la « *faisabilité »* visée par l’USBL. [↑](#footnote-ref-203)
204. V. A. Lienhard, « Code des procédures collectives », *Dalloz*, 16ème éd., 2018, p. 447. [↑](#footnote-ref-204)
205. V. R. Dammann, L’introduction des classes de créanciers dans l’optique d’une harmonisation franco-allemande des procédures d’insolvabilité, *op. cit*, p. 226, offrant l’exemple de la procédure de sauvegarde du groupe franco-américain CGG, où les titulaires d ’obligations convertibles en actions n’ont pas bénéficié d’un traitement qui valent à celui des porteurs d’obligations de droit new-yorkais *high yield,* majoritaire au sein du comité d’obligataires. Voy. sur la même affaire, R. Dammann et M. Guermonprezs, « Les recours contre l’organisation et les décisions des comités et assemblées de créanciers en France», *B.J.S.*, 2018, p.300. [↑](#footnote-ref-205)
206. Article 2.1. 6. [↑](#footnote-ref-206)
207. Ce que la France envisage de faire par la loi pacte. Un groupe de travail a été constitué à cet effet par la Chancellerie. [↑](#footnote-ref-207)
208. Voy. .R. Dammann et M. Guermonprez. « Pour une réforme du droit des sûretés en adéquation avec le droit des entreprises en difficulté, d’harmonisation franco-allemande », *Rev. Proc. Coil. Juill*. 2018. Dossier 23. [↑](#footnote-ref-208)
209. V. D. G. Epstein et al., *Bankruptcy*, West Publishing Company, 1992, para. 10: « *The effectiveness of the best interest test as a mechanism to protect creditors depends in large part upon the accuracy of a debtor ‘s disclosure statement, wich estimates creditor recovery in a hypothetical liquidation ».* [↑](#footnote-ref-209)
210. Voy. N.Tollenaars, « The European commission’s proposal for a directive on preventive restructuring proceedings. » *in Insolvency Intelligence*, Volume 30, n° 5. [↑](#footnote-ref-210)
211. Northern Pacific railway v Boyd 228 us 482 ( 1913) par exemple [↑](#footnote-ref-211)
212. Voir le raport de la commission au sénat US Bakr Comm report HR doc N° 93-137 point 247 [↑](#footnote-ref-212)
213. N. LASALLE St P Ship 526 US 434 1999 [↑](#footnote-ref-213)
214. 11 usc 1129(a)(7) [↑](#footnote-ref-214)
215. COLLIER on Bankruptcy 15th edit 1996 New york note 142 § 1129.03 [↑](#footnote-ref-215)
216. J. Hicks “ Foses gurading the Henhouse the modern best interest of creditors test in chapter 11” Nevada Law Review vol 5 p 820 [↑](#footnote-ref-216)
217. CA Liège, 22 mai 2012, inédit, 2011/RFG/517

     CA Bruxelles, 14 novembre 2012, JT 2013, pg 121

     Cass., 27 mars 2015, JLHB 2016, pg 1081.

     CC, 27 avril 2017, N°47/2017 sur le site de la Cour. [↑](#footnote-ref-217)
218. C. ALTER : « *Le nouveau droit de l’insolvabilité »*, Bruxelles, Larcier 2017, pg 8. [↑](#footnote-ref-218)
219. Cass., 26 février 2014, JLMB 2014/16, pg 776. [↑](#footnote-ref-219)
220. Ordonnance du Président du Tribunal de l’Entreprise de Mons – en cause DUROBOR. [↑](#footnote-ref-220)
221. 11 USC §1107(a) [↑](#footnote-ref-221)
222. “Ellen Pollock Judge in campeau Units chapter 11 case says she expects to clear 2.4 billions”, Wall St J A 12 février 1990 [↑](#footnote-ref-222)
223. G. TRIANTIS, A theory of the regulation of debtor in possession financing” Vanderbitt Law Review mai 1993 vol 46 sur internet [↑](#footnote-ref-223)
224. Voir aussi B. Hanley, ” Preserving the secured creditor’s bargain in chapter 11 cramdown scenarios’, *Brooklyn journal of corporate financial & commercial law* 2014 p 494 et ss, en ligne. [↑](#footnote-ref-224)
225. Radlax Gateway hotel 132 s ct 2065 2069-70 (2012) et differents arrêts cités dans B. Hanley, *o.c.* [↑](#footnote-ref-225)
226. E. WARREN, Banckruptcy policy 54 U chi L rev 775-781 (1987) [↑](#footnote-ref-226)
227. S. DASHIYA, J. KOSE, P. MANJU et G. RAMIREZ, “ Debtor in possession financing and bankruptcy resolution: empirical evidence “ in *Journal of financial economic* 2003 p. 259-280. [↑](#footnote-ref-227)
228. 11 USC § 502 (b) et 506 (b) [↑](#footnote-ref-228)
229. 11 § 363 [↑](#footnote-ref-229)
230. La notion a été étudiée par les travaux parlementaires en 1978 S REP N° 989 95 Th sess Cong 2d sess 1978 [↑](#footnote-ref-230)
231. United sav assoc of Texas v Timbers 484, us 365,372 ( 1988) [↑](#footnote-ref-231)
232. E. JANGER The logic and the limits of liens 2015 illinois law Review 589 [↑](#footnote-ref-232)
233. In re Winthrop old farms nurseries 50 F;3d 72 74 ( 1er circ)1995 [↑](#footnote-ref-233)
234. In Re SK FOOD LP, 2011, US Dist., Lexis 76467, 29-30. [↑](#footnote-ref-234)
235. La Jolla Mortg Fund v rancho El Cajon Ass 18 BR 283, 289 Banckr SD Cal 1982 [↑](#footnote-ref-235)
236. Official com of unsecured creditors v UMB bank 501 BR 549, 592 Bankr SDNY 2013 [↑](#footnote-ref-236)
237. Comme l’a jugé la Cour d’appel dans l’affaire Heritage déjà citée ou dans l’arrêt de la Cour suprême RASH ( Assoc Commercial Coorp v Rash 520 US 953 ( 1997) [↑](#footnote-ref-237)
238. In Re Nice 355 BR, 554, 563 (Bankr. N° W.va.2006) [↑](#footnote-ref-238)
239. In Re Delta Ressources, 54 F.3d.722-729-730 (11 cir. 1995). [↑](#footnote-ref-239)
240. Crée en 1893 elle comptait 700 magasins et 68.000 employés [↑](#footnote-ref-240)
241. Sears Holding Corps case N° 18-23538 Bankr SDNY 2019 [↑](#footnote-ref-241)
242. In re masseti 95 Banck 360,363( ED Pa.1989 et nombreux autres référence [↑](#footnote-ref-242)
243. 11 USC § 364(b) [↑](#footnote-ref-243)
244. A. CASEY et J. MACEY, “ The hertz maneuver ( and the limits of bankruptcy law) in Blog 2020, *The university of chicago law review online.* [↑](#footnote-ref-244)
245. 11 usc § 364 (d) [↑](#footnote-ref-245)
246. 11 usc § 364(c ) 1 [↑](#footnote-ref-246)
247. In re Vanguard diversified 31 Bank 364 366 (EDNY 1983) et de multiples références. [↑](#footnote-ref-247)
248. In Re Lewitt & Sons LLC, 384 BR, 630, 643-44, Bankr. S.D. Fla 2008. [↑](#footnote-ref-248)
249. In re Gallegos Research Group 193 BR 577 585 Bankr D. Colo 1995 sur base de 11 USC §361(3) [↑](#footnote-ref-249)
250. In re Saybrook mfg co 963 F 2d 1490, 1494-95 11th circuit 1992 [↑](#footnote-ref-250)
251. In re Ames dep stores 115 Bank 34 ,39-40 (SDNY 1990) [↑](#footnote-ref-251)
252. In re chicago missouri and western ry 90 bankr 344 374 ND III 1988 [↑](#footnote-ref-252)
253. Brayv Shenandoah fed Sav & Loan 780 F. 2d 1085 1088 ( ‘th circuit 1986) [↑](#footnote-ref-253)
254. Tenney village 104 br 562 Bankr D NH 1989 [↑](#footnote-ref-254)
255. In re Yellowstone Moutain club case N° 8-61570 1120008 Bakr Lexis 4062 [↑](#footnote-ref-255)
256. In re Lyondelle Chemical case 09-10023 Back SDNY 11 janvier 2009 [↑](#footnote-ref-256)
257. S. DAHIYA, J. KOSE, P. MANJU et G. RAMIREZ, *o.c.,* p. 259-280. [↑](#footnote-ref-257)
258. L. BEBCHUCK et J. FRIED, “The uneasy case fort the priority of secured claims” *in Bankruptcy Yale law journa*l 1996 105, 857 891. [↑](#footnote-ref-258)
259. S. SCHWARTZ, “The easy case for priority of secured claims in Bankruptcy”, *Duke law Journal* 47428-489 [↑](#footnote-ref-259)
260. R. STULZ et J. JOHNSON, “An analysis of secured debt”, *Journal of financial* economics 14 501-521 [↑](#footnote-ref-260)
261. Il semble que des procédures sont ouvertes à Liège notamment et viserait d’ailleurs aussi un avocat [↑](#footnote-ref-261)
262. I. VEROUGSTRAETE, *Manuel de l’insolvabilité de l’entreprise*, Wolters Kluwer 2020 p 1536 [↑](#footnote-ref-262)
263. C VAN BUGGENHOUT “ Wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen” *Ad Rem* 2011/1 p 60 [↑](#footnote-ref-263)
264. F KEFFER *Précis de droit pénal* Anthemis 2008 p 56 [↑](#footnote-ref-264)
265. Cela pourrait être le cas en présence d’une créance gagée sur un actif externe, sur des créances spécifiquement gagée, d’un gage sur actions ou propriété intellectuelle sans registre où la valeur *going concern* serait à établir. [↑](#footnote-ref-265)
266. Par exemple, en traitant les privilégiés au même niveau d’abattement que certains subordonnés, on accorde aux subordonnés un avantage particulier qu’ils n’auraient pas dans la faillite. [↑](#footnote-ref-266)
267. Article 16, 4°, dernier alinéa. [↑](#footnote-ref-267)
268. Cass., 12 mai 1985, pas, p. 1078 [↑](#footnote-ref-268)
269. Cass., 20 octobre 2005, NJW, 2006, p. 365 [↑](#footnote-ref-269)
270. CC, 12 février 2009, N°17/2009, considérant B9. [↑](#footnote-ref-270)
271. CC, 18 février 2012, N°8/2012, JT 2012/7. [↑](#footnote-ref-271)
272. Cass., 7 février 2013, C12.0165F pas. 2013/2 [↑](#footnote-ref-272)
273. Cass. 13 mars 2014, C13.0468N, pas. 2014/3, p. 713 [↑](#footnote-ref-273)
274. Confirmé par l’arrêt de la Cour Constitutionnelle du 6 octobre 2016. [↑](#footnote-ref-274)
275. Mainego v Etat belge, A.232.062/AG-145, N°248.781 [↑](#footnote-ref-275)
276. X. DIEUX et J. WINDEY, « *Nouvelles observations sur la théorie générale du concours entre créanciers à la lumière de la loi du 17 juillet 1997 sur le concordat judiciaire et de ses premières applications »* en hommage à P. VAN OMMESLAGHE, Bruylant 2001, p. 397 [↑](#footnote-ref-276)
277. A. ZENNER, « *PRJ et APC »*, ob sous Liège, 24 mars 2011, JT 2011/23, p. 471 [↑](#footnote-ref-277)
278. A. ZENNER, ” PRJ et QPC” Obs sous Liège 24 mars 2011 JT 2011/23 p 471/472 [↑](#footnote-ref-278)
279. Anvers 6 octobre 2011 RDC p 472 [↑](#footnote-ref-279)
280. A. ZENNER, *Traité du droit de l’insolvabilité*, Anthemis 2020 page 747 [↑](#footnote-ref-280)
281. Worsley v Demattos 97 Eng rep 407 416 burr 467 484 [↑](#footnote-ref-281)
282. Voir pour un examen en détail P Foohey” Chapter 11 reorganisation and the fair and equitable standard” Indiana University, 2012 paper 1274 sur internet et aussi D Skeel jr The empty idea of Equality of creditors” University of Pensylvannia Carrey law Scool 2018 1724 sur internet [↑](#footnote-ref-282)
283. P. FOOHEY, ” Chapter 11 reorganisation and the fair and equitable standard” Indiana University, 2012 paper 1274 sur internet [↑](#footnote-ref-283)
284. Par exemple In re Independance vill 52 BR 715 726 Bankr ED mitch 1985 et de nombreux autres cités par l’auteur P Foohey” Chapter 11 reorganisation and the fair and equitable standard” Indiana University, 2012 paper 1274 sur internet [↑](#footnote-ref-284)
285. 11 USC 1129(b) (2) (A) (i) [↑](#footnote-ref-285)
286. In re olde prairie block owner N° 10 B 22668 Bankr ND III dec 22.2011 [↑](#footnote-ref-286)
287. 11 USC 119(b) (2)(A) (ii) [↑](#footnote-ref-287)
288. 11 USC 1129(b) (2) (A) (i) (II) et 11 usc 119(b) (2) (A) (iii) [↑](#footnote-ref-288)
289. Radlax Gateway Hotel 132 S ct2065 (12) [↑](#footnote-ref-289)
290. In re miami center associates 144 br 937,940 Bankr SD fla 192 [↑](#footnote-ref-290)
291. In Re VIP motor lodge 133 BR 41 45 Bankr D. del 1991 [↑](#footnote-ref-291)
292. 11 USC 1129(b) (2) (A) (iii) [↑](#footnote-ref-292)
293. In re Spacek 112 BR 162 164 Bankr WD tex 1990 [↑](#footnote-ref-293)
294. 11 USC 1129(b) (2) (B) (i) [↑](#footnote-ref-294)
295. 11 USC 1129(b) (2) (B) (ii) [↑](#footnote-ref-295)
296. B Hanley Preserving the secured creditor’s bargain in chapter 11 cramdown scenario 8 Brokk J Corp fin & Com L (2014) sur internet [↑](#footnote-ref-296)
297. TadLAW Gateway Hotel v Amalgamated Bank 132 s ct 2065 2069-70 (2012) [↑](#footnote-ref-297)
298. In re River E Plaza LLC 669 F.3d, [↑](#footnote-ref-298)
299. In re pacific Lumber 584 F 3d [↑](#footnote-ref-299)
300. Pliladelphies Newspaper LLC 599 3d.298, 301 ( 3d circ 2010) [↑](#footnote-ref-300)
301. Warren, opcit note 5 § 785 [↑](#footnote-ref-301)
302. Voir sur ce point en particulier In Re Phila Newspaper 599 F.3d [↑](#footnote-ref-302)
303. In re SPM Manufacturing 984 F.2d 1305 1307 ( 1er Circuit) 1993 [↑](#footnote-ref-303)
304. Considérant 55 qui, à notre avis, a un effet direct que pourrait invoquer le créancier. [↑](#footnote-ref-304)
305. *La Commission voulait que l’on ne tienne compte que du montant de la créance qui selon elle, reflète plus la participation d’un créancier dans le business du débiteur qu’un vote par tête ; voy. le considérant 26 et G O’Dea, « Schemes of arrangement », Oxford, OUP2012, p. 6 et 109 sur la justification de la règle dans les « Schemes of Arrangement ».* [↑](#footnote-ref-305)
306. *Article 11.2 in fine.* [↑](#footnote-ref-306)
307. Northerm pacific Railway v Boyd 228 US 482 ( 1913) [↑](#footnote-ref-307)
308. Louisville trust co v Louisville Na & C 174 US 674,684 (1899) [↑](#footnote-ref-308)
309. À l’occasion de lasquelle la commision de la chambre avait demandé d’introduire la règle de priorité relatice Report of the commission on the bankruptcy law of US HR doc N° 137, 93 Cong, 1st sess 258 ( 1973) , demande rejettée comme telle même si par la règle “fair & Equitable) , elle s’est réintroduite dans le raisonnement des juges [↑](#footnote-ref-309)
310. A. Varouij, Aivazan & J Callen Corportae leveradge and Grotw 8j fin econ 379,397 (1980) [↑](#footnote-ref-310)
311. Dans l’affaire Case V los angeles , la cour suprême avait réformé une décision de confirmation basée sur un vote à 90 % des créanciers [↑](#footnote-ref-311)
312. C Adams New Capital for bankruptcy reorganizations it’s the amount that counts Nortwestern university scholl of Law Northwestern uniservity law review 411 1995 sur internet [↑](#footnote-ref-312)
313. In re Moni-sat 84 BR 756, 757 bankr d kan 1988 [↑](#footnote-ref-313)
314. Justice Douglas in Case v Los Angeles Lumber product 308 US 106 (1939) [↑](#footnote-ref-314)
315. Bank Of america national Trust 526 US 434 437 (1999). [↑](#footnote-ref-315)
316. Norwest bank Worthington v Ahlers 485 us 197 ( 1988) et arrêts des cours d’appel notamment des 7ème et 10 ème circuit comme par exemple In re Woodbrook assoc 19 F.3f 312,320 th circuit 1994 [↑](#footnote-ref-316)
317. In Re Greystone III joint venture 995 F;2d 1274 (5th circuit) 1991 cert denied 113 ct 72 ( 1992) [↑](#footnote-ref-317)
318. In re bonner partnerschip 2 F;3d 899 ( 9th circuit) 1993 [↑](#footnote-ref-318)
319. Au paragrpage 908-09 mais apputé par un auteur reconnu en doctrine soit E Warren A theory of absolute priority 191 Ann Surc AM L 9.,39 “ [↑](#footnote-ref-319)
320. Los Angeles Lumber 308 us 106 opcit § 122 [↑](#footnote-ref-320)
321. Ahles 485 us 197 (1988) opcit at 201 [↑](#footnote-ref-321)
322. Kham & Nate’s shoes N0 2 v First Banbk 908 F. 2d 1351 ( 7ème circuit) 1990 [↑](#footnote-ref-322)
323. In re Stegall 865, F. 2d 140 141 (7ème circuit) 1989 [↑](#footnote-ref-323)
324. In re Snyder 967 F. 2d 1126 1131 (èème circuit) 1992 [↑](#footnote-ref-324)
325. In re Snyders at 904 [↑](#footnote-ref-325)
326. In re syders où le juge constata que la contribution en capital était insuffisante représentant 2.7% du total des créanciers unsecured [↑](#footnote-ref-326)
327. In re Greystone III [↑](#footnote-ref-327)
328. 11 USC § 1129(a)(11) [↑](#footnote-ref-328)
329. In re Mobile Steel 563,F.2d 692,703 (5ème circuit) 1977 [↑](#footnote-ref-329)
330. Voir notamment l’article 11 b) ii). [↑](#footnote-ref-330)
331. Article 12.1 et 12.2. [↑](#footnote-ref-331)
332. Ce qui entraine une immixtion du droit de l’insolvabilité dans le droit des sociétés et ouvre de nouvelles perspectives. [↑](#footnote-ref-332)
333. Article 19. [↑](#footnote-ref-333)
334. Considérant [↑](#footnote-ref-334)
335. Considérant 57 *in fine*. [↑](#footnote-ref-335)
336. Ce que l’on dénomme dans la pratique comme un « *debt equity swap* » ou en français, plus communément, le coup d’accordéon. Certains États vont jusqu’à la cession forcée de titres, comme en France. [↑](#footnote-ref-336)
337. A. Bebchuk, “A new approach to corporate reorganizations”, *Harvard Law Review*, vol. 101, 1988, p.775. [↑](#footnote-ref-337)
338. Tribunal du Travail de Bruxelles 17ème Ch 08 septembre 2020 RG 18/3318/A inédit [↑](#footnote-ref-338)
339. D. CORBAE et P. D’ERASMO ” Reorganisation or liquidation, N-Banruptcy choice and firm dynamics” [↑](#footnote-ref-339)
340. Comme le fait Graydon en Belgique. [↑](#footnote-ref-340)
341. W. DRUIM et M. ALLGRUMM ” The economic impact of chapter 11 reorganisation versus chapter 7 liquidation “ [↑](#footnote-ref-341)
342. Rachel Beaujolin-Bellet et Christine Schmidt, « *Les restructurations d’entreprises »*, 2012, pg 108, La Découverte, Paris. [↑](#footnote-ref-342)
343. Visées ci-dessus : prime de risque, décote de taille, décote d’illiquidité, décote de holding, décote de Key-men [↑](#footnote-ref-343)
344. Daubert V Merrel Dow Pharmaceuticals 509, US 579 (1993). [↑](#footnote-ref-344)
345. La Salle Street P’ship, 190 BR 567-575, Bankruptcy N°III, 1995. [↑](#footnote-ref-345)
346. Par exemple: In Re Med diversified Inc., 346, BR at 632 (bankruptcy E.D.N.Y. 2006) [↑](#footnote-ref-346)
347. Voir dans Pain Quotidien, TE Bruxelles fr. Président 2234606 [↑](#footnote-ref-347)
348. Voir ci-dessus les remarques de la doctrine sur le test et VFB LLC V Campbell Soup IO 2005 WL [↑](#footnote-ref-348)
349. In Re Cridium operating LLC, 373, BR et 349 [↑](#footnote-ref-349)
350. [↑](#footnote-ref-350)
351. WAAC dispute = conflit sur le WAAC ou les éléments du WAAC, projection dispute : conflit sur les projections financières à la base, comparable dispute : conflit sur les comparables, multiplier les disputes : conflit sur les multiples pour le rendement, Market value : conflit sur les marchés [↑](#footnote-ref-351)
352. Frauduleux, car aux Etats-Unis, le fait de ne pas faire des productions correctes est déjà en soi frauduleux. Cela couvre aussi de vrais actes frauduleux au sens européen, soit susceptible d’annulation (acte préjudiciable), soit pénalement répréhensible, soit contraire à l’intérêt social. [↑](#footnote-ref-352)
353. E. REFERT, “Getting into the hot tub” 89, V Det. Mercy. L. rew. [↑](#footnote-ref-353)
354. J. SEYMOUR et S.SCHWARZ, « *Corporate restructuring and absolute priority default rales: a comparative assessment », Corporate Restructuring* 2020 [↑](#footnote-ref-354)
355. En tout cas, c’est l’interprétation du texte de la directive par de Weijs, opt, note 9- [↑](#footnote-ref-355)
356. Semble car nous prétendrons le contraire en conclusion. [↑](#footnote-ref-356)
357. Ce que nous défendons. [↑](#footnote-ref-357)
358. Ce qui, en droit américain, s’appelle la *New-value*. Doctrine: Bank of America Nat huts and Sav. Pos, V203, North LaSalle street pt. 526, US 434 (1999). [↑](#footnote-ref-358)
359. Voir Etats-Unis, In Re Integrate Telecom Express, 384.F.31.108 (3ème core 2004) [↑](#footnote-ref-359)
360. S. MADAUS, *The New European Relative Priority rales Insolvency and Restructuration* Law Blog, (mar.12.1029) et Bob WESSEL, Blog (mar.22.2019); V. ROTARU, The Restructuring directive a functional Law and Economics analysis From a French properties,  *Droit et croissance* 15-16.48 (2019. [↑](#footnote-ref-360)
361. Stuart C. Gilson, Creating Value Through Corporate Restructuring, Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups (Second Edition), John Wiley & Sons, 2010. [↑](#footnote-ref-361)
362. 11 USC 1129(b) [↑](#footnote-ref-362)
363. In re LeBlanc 622 F.2d 872 879 ( (th circuit) 1980 [↑](#footnote-ref-363)
364. In re Johnston 21 F 3d 323 328 the circuit 1994 [↑](#footnote-ref-364)
365. In re Kliegl Bros Universal 149, br 306 308 Bankr EDNY 1992 [↑](#footnote-ref-365)
366. In re Woodbrook Assoc 19 F. 3d 312, 321 (7th circuit) 1994 [↑](#footnote-ref-366)
367. Pour une trés belle étude D. Skeel, “The empty idea of Equality of creditors” University of Pennsylvania Carrey law Scool 2018 1724, en ligne. [↑](#footnote-ref-367)
368. In re Energy future Holdings case N° 15-1591-2016 WL 2343322 3d Circuit 4 may 2016, en ligne. [↑](#footnote-ref-368)
369. P Rai Third circuit adopts nuanced view of “equal treatment “ in the context of pre-plan settlement offers , Weil Blog juin 2016 sur internet [↑](#footnote-ref-369)
370. Jeffrey ANAPOLSKY & Jessica WOODS, “Pitfalls in Brazilian Bankruptcy law”, 8J Bus & Tech. L.397.429 (2013) [↑](#footnote-ref-370)
371. Article 19. [↑](#footnote-ref-371)
372. Dans le dossier Pain Quotidien, le prépack a permis d’objectiver une valeur sérieuse de marché qui a d’ailleurs convaincu les créanciers sécurisés. [↑](#footnote-ref-372)
373. Président du TE de Bruxelles en cause de Pain Quotidien, Président Tc Nivelles, en cause de Redirack. [↑](#footnote-ref-373)
374. TE Brabant Wallon, en cause B. [↑](#footnote-ref-374)
375. K. THOMAS, « *Valuation of Assets in Bankruptcy proceeding: Emerging issues*”, Montana Law Review volume 51, Winter 1990, pg 30. [↑](#footnote-ref-375)
376. In Re Damron 8 Bankr. 323, 325 (Bankr. S.D. Ohio 1980). [↑](#footnote-ref-376)
377. Ellis v. K-Lan, 695, F.2d 157 (5th cir. 1983). [↑](#footnote-ref-377)
378. Timbers I, 793 F 2d. 1380 (5th cir. 1986) at 1346.

     Timbers II, 808 F 2d. 863, (1987), at 363. [↑](#footnote-ref-378)
379. United Surving Association of Texas v. Timbers, 484, US 365, 382 (1988). [↑](#footnote-ref-379)
380. Voir tableau ci-dessus N° [↑](#footnote-ref-380)
381. Voire de 36 mois dans les conditions de l’article. [↑](#footnote-ref-381)