

## ► Droit | L'obligataire face au nouveau droit des procédures collectives



1



2

1 - Olivier Abergel,  
2 - Christophe Bornes,  
avocats associés,  
LL Berg

**Dans un contexte de raréfaction du financement bancaire, le recours à l'emprunt obligataire n'a cessé de croître, qu'il s'agisse de mezzanine de LBO, de développement, ou d'émission d'obligations classiques. Parallèlement, l'ordonnance du 18 décembre 2008 et le décret du 12 février 2009 ont apporté**

**des modifications notables au droit des procédures collectives.**

**Sur fond de crise, il est donc plus que jamais important de déterminer les conséquences de ces évolutions réglementaires sur les droits de l'obligataire, lorsque les participations entrent notamment en mandat ad hoc, conciliation, sauvegarde ou redressement judiciaire.**

**P**lus rares dans le large cap, où la dette d'acquisition est souvent trop morcelée pour rendre leur utilisation opportune, le mandat ad hoc et la conciliation sont plus souvent introduites dans les PME. Tiers réputé indépendant dans ces deux procédures préliminaires, un mandataire ad hoc sera nommé plus en amont, tandis qu'un conciliateur interviendra plutôt en cas de difficultés avérées ou prévisibles, mais sans qu'il y ait cessation des paiements depuis plus de quarante-cinq jours. Pour le créancier obligataire, ces procédures présentent des avantages certains. En effet, seul le caractère consensuel y prime et, contrairement au redressement judiciaire, ni suspension des poursuites, ni interdiction de se faire payer ne

lui sont imposées. Certes, un obligataire peut se voir imposer des délais de grâce ; mais tant qu'un accord n'est pas trouvé, les conditions de l'emprunt initial et ses sûretés restent en vigueur. Les négociations sont confidentielles, limitant ainsi les risques de défiance des fournisseurs et des clients de la société. Cela est d'autant plus opportun qu'il est possible de faire constater judiciairement l'accord conclu sous l'égide du conciliateur, pour lui conférer plus de vigueur mais sans devoir le publier. Pendant son exécution, la conciliation homologuée ou simplement constatée interdit toute poursuite du débiteur pour les créances reprises dans l'accord. Mais, en contrepartie, tout nouvel apport en trésorerie effectué lors d'une conciliation homologuée (c'est-à-dire publiée) bénéficiera du privilège de « new money » sur cette créance permettant, en cas de redressement ou de liquidation ultérieur, d'être servi en priorité – après les salariés, certes, mais avant les créanciers postérieurs à la cessation des paiements. Cette disposition favorise notamment l'intervention des fonds de retournement, au stade de la conciliation.

### **Une déclaration de créance délicate**

En cas de difficultés que le débiteur n'est pas en mesure de surmonter ou de cessation des paiements, une procédure de sauvegarde ou de redressement sera, selon l'un des deux cas, ouverte à l'initiative de l'émetteur, voire de ses créanciers (en cas de redressement). Or, la possibilité d'ouvrir une procédure de sauvegarde sans état de cessation des paiements risque, en pratique, de multiplier des sauvegardes de « confort », très précoces. En effet, la pratique révèle déjà que, pour se protéger de créanciers – notamment obligataires – se prévalant de breach of covenants, certains dirigeants placent leur société sous sauvegarde

afin d'imposer une renégociation sous l'égide du juge. D'ailleurs, le juge peut même étendre la sauvegarde à d'éventuelles filiales – pour tant in bonis, en pratique – basées dans d'autres pays européens, s'il considère que la société française à l'origine des difficultés constitue le « centre des intérêts » du groupe. Effets dilatoires garantis. En outre, tout paiement d'une échéance avant l'ouverture d'une procédure au profit d'un obligataire ayant pourtant connaissance de la cessation des paiements de son débiteur peut donner lieu à restitution, sur décision judiciaire. Cette règle de la nullité des paiements faits en « période suspecte » appelle à une certaine vigilance, s'agissant particulièrement d'investisseurs réputés au fait de la situation de leur émetteur par application des clauses d'information renforcée insérées dans les pactes. En toute hypothèse, le jugement d'ouverture suspend les poursuites et interdit toute déchéance du terme, du fait de la procédure : les clauses de sauvegarde prévoyant ainsi, dans les contrats d'émission, l'exigibilité anticipée des fonds prêtés en cas de redressement judiciaire sont donc privées d'efficacité. Un obligataire peut même être contraint d'accorder des délais de grâce – dans la limite de deux ans – voire de libérer, après un jugement d'ouverture, une tranche complémentaire d'emprunt prévue, mais non encore versée.

La créance obligataire devra être déclarée par le représentant de la masse, qui indiquera à la procédure tant le montant du principal et des intérêts échus, que les modalités contractuelles de calcul de tout intérêt à échoir et de toute prime, notamment de non conversion. L'exercice de la déclaration de créance devient alors crucial lorsque capital et/ou intérêts sont amortissables in fine, et qu'il faut précisément déclarer leurs règles de calcul. En effet, mieux vaut se heur-

ter à une contestation de créance a posteriori, pour déclaration « abusive », qu'être forclos pour n'avoir déclaré que les sommes exigibles à la date de déclaration. En toute hypothèse, rien ne semble interdire à un investisseur peu enclin aux procédures collectives de céder

Ainsi, si l'assemblée des obligataires l'entérine, il pourra être demandé un abandon partiel ou total des créances, une imputation prioritaire des paiements sur le capital ou une réduction des intérêts (probable en cas de financement mezzanine, où les taux fully packaged sont élevés).

modifiera souvent en pratique, leurs conditions initiales d'exercice.

## Assemblée unique d'obligataires

La souplesse des comités est d'autant plus grande que les décisions de l'assemblée des obligataires sont prises à la majorité des deux tiers du montant de la dette obligataire détenue par les présents ou représentés, ce qui laisse une grande marge de manœuvre aux créanciers significatifs. Soulignons que, quel que soit le nombre de catégories d'obligations différentes, tous les obligataires devront cohabiter et se prononcer au sein d'une seule assemblée. On ne peut que s'interroger sur l'efficacité pratique du processus décisionnel d'une assemblée où devraient, par exemple, cohabiter porteurs d'OBSA, obligations sèches et/ou OC... Reste que tout engagement considéré comme « nouveau » ne saurait toutefois être imposé par cette majorité à tous, de tels engagements nécessitant l'accord individuel de chaque obligataire. Enfin, en cas de refus d'adoption du plan par l'assemblée des obligataires, le tribunal reprendra une procédure de droit commun : un réel pouvoir de pression des obligataires, tant cette procédure peut s'avérer longue. Si le redressement est impossible, une liquidation est ouverte. Le sort des obligataires devient alors difficile puisque les créanciers seniors actionneront tant leur nantissement sur les actions de la cible, que les clauses de rétrocession prévues par les conventions de subordination dont l'efficacité est, par principe, consacrée par la jurisprudence. Il est donc nécessaire, pour un obligataire contraint en justice de rendre ce qu'il a reçu, de trouver une solution le plus en amont possible. ■

## Ouvrir une procédure sans état de cessation des paiements risque de multiplier des sauvegardes de « confort ».

ses titres pendant la période d'observation à un distress fund, à un prix décoté. Ce créancier substitué s'empressera alors de se manifester auprès de l'administrateur pour participer à temps aux votes entérinant les « plans » que nous allons présenter.

### Recours aux comités de créanciers

Faute d'atteindre les seuils applicables, les procédures ouvertes dans le cadre d'opérations small cap, ou au niveau du seul holding de reprise, n'entraîneront normalement pas la constitution de comités de créanciers. En leur absence, les décisions seront prises selon le droit commun des émissions obligataires, à savoir :

- consultation de chaque masse sur les délais et remises à la majorité des deux tiers des obligataires,
- abandon de créances décidé à l'unanimité,
- impossibilité d'imposer aux obligataires ordinaires une conversion en capital,
- traitement égalitaire au sein d'une même masse, etc.

Toutefois, le juge commissaire peut autoriser le recours aux comités de créanciers, ce qui a un impact certain, nous allons le voir, sur le déroulement des négociations. Lorsque ces comités sont mis en place, les parties se retrouvent donc soumises au jeu des négociations. La présentation du plan reste à l'initiative du débiteur, mais les créanciers – notamment obligataires – ont le droit de proposer des modifications.

De même, un traitement différencié entre obligataires peut être adopté si leur situation respective le justifie. En pratique, ces différences de traitement résultent des différences de rang, proportionnellement aux droits de chacun. En tout état de cause, le tribunal devra s'assurer que les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés par le plan approuvé par les comités, surtout s'ils sont dominés par quelques créanciers importants. Ceci permettra de présenter des plans respectant les clauses de subordination et de rang, car ne pas le faire exposerait les concepteurs du plan au rejet des comités. De plus, le projet peut imposer une conversion des obligations ordinaires en capital, sous réserve de l'approbation de l'assemblée des actionnaires : compte tenu de la loi de la majorité au sein des comités et de l'assemblée des obligataires, un obligataire minoritaire peut donc se voir imposer de devenir actionnaire. Les titulaires d'OBSA, d'OC et d'ORA ne peuvent, quant à eux, exercer leur droit qu'à compter du jugement arrêtant le plan qui

### Les principaux apports de l'ordonnance du 18 décembre 2008

**D**e l'ordonnance prise fin 2008, précisée par le décret paru en février dernier, se dégagent quatre principales modifications :

- L'accord de conciliation simplement constaté interrompt toute poursuite introduite sur les biens, afin d'obtenir paiement des créances objet de cet accord.
- Une procédure de sauvegarde peut

être ouverte à l'égard d'un débiteur qui, sans être en cessation des paiements, justifie de difficultés qu'il ne peut surmonter.

- L'ensemble des obligataires, toutes catégories confondues, siègent au sein d'une assemblée unique.
- Le projet de plan peut établir un traitement différencié entre obligataires. ■