



**Arnaud VAN OEKEL**  
Avocat, CMS DeBacker



**Benoît VANDERVELDE**  
Avocat, CMS DeBacker

# La conversion de la dette en capital: un remède dans le cadre des restructurations de crédits

Lors d'une restructuration de crédit, chaque créancier souhaite améliorer sa position. Il n'y a cependant rien de plus unique qu'une restructuration, chacune offrant des alternatives particulières aux créanciers selon différents facteurs tels que l'industrie du débiteur, la structure du groupe, l'actionnariat, le financement en place et l'étendue des difficultés rencontrées par le débiteur. Le fait qu'une conversion d'une ou plusieurs créances soit une solution intéressante pour le(s) créancier(s) concerné(s) et le débiteur relève d'une analyse au cas le cas. Une telle décision dépendra en réalité de l'opportunité stratégique et commerciale de prendre une participation dans le capital du débiteur. La présente contribution a pour objet de passer en revue certaines problématiques juridiques et commerciales relatives à la conversion de créance en capital et de voir dans quelle mesure ce procédé peut être vu comme un remède dans un plan de restructuration d'une société débitrice.

## Converting Debt into Capital: A Remedy within the Framework of Credit Restructuring

*When a credit restructuring is planned, each creditor is keen to improve its position. There is, however, no such thing as a standard restructuring. Each one is more or less unique and the remedy offered to creditors will depend on different factors such as the industry of the debtor, the group structure and shareholders involved, the financing in place and the extent of the financial difficulties encountered by the debtor. Whether the conversion of the debt into capital constitutes an attractive remedy for both the lender and the debtor should therefore be assessed on a case by case basis. One may say that the decision to convert will depend exclusively on the strategic and commercial opportunity offered to the lender to exchange its debt into an equity interest in the debtor company. The present contribution aims at addressing important legal and commercial issues in this respect and see how a conversion may be proposed in as one of the remedies in view of restructuring part of the debtor company.*

En cette période de crise économique, les entreprises rencontrent de plus en plus de difficultés à respecter leurs échéances de remboursement et, de manière générale, les obligations et ratios financiers convenus dans le cadre de leurs conventions de crédit. Face à ces situations de défaut(s) contractuel(s), le prêteur doit se positionner et faire le choix le plus approprié parmi les alternatives dont il dispose. Ce choix est notamment fonction de la gravité du manquement contractuel, de la situation personnelle du prêteur et de la qualité de ses sûretés par rapport aux autres créanciers de l'emprunteur, ainsi que de l'environnement économique général dans lequel évolue l'emprunteur.

Dès lors que tout manquement contractuel constitue, dans la plupart des conventions de crédit, une cause de dénonciation de celui-ci (*event of default*), le prêteur a le droit de dénoncer le crédit et d'en exiger le remboursement immédiat, majoré des diverses pénalités généralement prévues en termes d'intérêt majoré (*default interest*) ou de coûts additionnels. Toutefois, dès lors qu'une dénonciation du crédit entraîne généralement l'ébranlement de crédit de l'emprunteur, le prêteur risque d'être confronté à une situation de concours avec d'autres créanciers, situation qui pourrait ne pas lui être favorable. Le prêteur peut donc être amené à constater que la dénonciation immédiate du crédit est inappro-



priée, eu égard notamment aux difficultés particulières liées à la réalisation de ses sûretés, voire au risque de mise en cause de sa responsabilité pour dénonciation abusive<sup>1</sup>.

Dans ce cas, le prêteur est généralement enclin à négocier avec l'emprunteur en vue de "restructurer" le crédit, en modifier les termes et conditions et optimiser les possibilités de remboursement. Pour mener sereinement ces négociations, il est d'usage que le prêteur et l'emprunteur concluent un moratoire temporaire (*standstill agreement*) au terme duquel, notamment, le prêteur renonce pendant une période déterminée à invoquer un cas de défaut et à suspendre les remboursements de capital et/ou d'intérêts. Dans le cadre de la restructuration du crédit ensuite, l'on constate que les parties s'accordent généralement sur une prolongation de la durée du crédit et un allègement des contraintes de remboursement, moyennant toutefois la constitution de nouvelles sûretés<sup>2</sup>, l'adaptation du taux d'intérêt et le paiement de frais de restructuration. Le prêteur tend également souvent à solliciter de nouveaux investissements ou engagements futurs de la part des actionnaires de l'emprunteur, voire l'obtention de nouvelles sources de financement auprès d'autres organismes bancaires ou institutionnels, moyennant éventuellement un partage de risques par l'effet d'une syndication du crédit.

Outre l'alternative entre la dénonciation et la restructuration du crédit, le prêteur pourrait envisager (ou l'emprunteur proposer) l'abandon de tout ou partie de sa créance sur l'emprunteur, en échange d'une prise de participation dans le capital de ce dernier: il s'agit de la conversion de la créance en capital. Si cette conversion se distingue par ses effets et conséquences propres, elle ne doit en réalité pas être vue comme une solution distincte.

En effet, dans le cadre d'une restructuration conventionnelle du crédit, les parties peuvent, sur la base de certaines considérations et conditions (voir *infra* Sections 2 et 4),

décider de convertir la créance du prêteur en titres représentatifs du capital de l'emprunteur; l'on dira alors qu'il s'agit d'une conversion *conventionnelle* de la créance en capital, puisqu'elle implique le concours et l'acceptation de toutes les parties impliquées.

Par ailleurs, dans le cadre de l'éventuelle dénonciation du crédit et de la réalisation des sûretés, et dans l'hypothèse où le prêteur s'est vu concéder par les actionnaires de l'emprunteur un gage sur les titres de l'emprunteur conformément à la loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières<sup>3</sup>, et où les conditions de l'article 8 § 2 de la loi précitée ont été respectées<sup>4</sup>, le prêteur peut décider de réaliser la sûreté par une appropriation des titres mis en gage pour la valeur de la créance. L'on dira alors qu'il s'agit d'une conversion *forcée* de la créance dans le capital de l'emprunteur. Nous ne nous penchons toutefois, dans la présente contribution, que sur l'hypothèse de la "conversion conventionnelle".

## Section 1. Essor de la conversion de dette en capital: quelques cas récents

La conversion de dette en capital comme mode de restructuration de crédits a connu un certain essor au début des années 2000 dans les pays anglo-saxons, sous le vocable "*debt equity swap*". Une pression politique accrue a en effet incité les banques à favoriser ce type de mécanisme de restructuration des financements, contrairement à la tendance que les banques avaient à placer les emprunteurs, le plus souvent, sous "*administrative receivership*".

L'on constate, en Europe continentale, que cette solution a également été privilégiée au cours de ces dernières années lors d'importantes restructurations de dettes de grandes entreprises. La présence de banques anglo-saxonnes dans les différents *pools* bancaires n'y était sans doute pas étrangère.

1. J. BUYLE et M. DELIERNEUX, "L'appréciation du juge en cas de dénonciation fautive du crédit par la banque", *RDC* 1998, 842-843; X. DIEUX et D. WILLERMAN, "La responsabilité civile et pénale du banquier dispensateur de crédits - Développements récents" in *Legal Tracks, II, Essays on international and domestic contracts and torts*, 2007; A. ANDRE-DUMONT, "Crédit: dénonciation fautive", *RDC* 2008, liv. 1, 71-74.
2. Nous rappelons à ce titre les risques liés à l'art. 17, 3° de la loi du 8 août 1997 sur les faillites, en vertu duquel toutes sûretés conventionnelles constituées sur les biens du débiteur pour des dettes antérieurement contractées sont inopposables à la masse, lorsqu'elles ont été constituées par le débiteur depuis l'époque déterminée par le tribunal de commerce comme étant celle de la cessation de ses paiements. A ce titre, il est utile de rappeler que l'art. 17, 3° de la loi du 8 août 1997 sur les faillites reste d'application pour toute sûreté qui serait consentie dans le cadre d'un accord amiable intervenu entre le débiteur et plusieurs de ses créanciers dans le cadre de la loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises (voir *infra* Section 5). Un curateur qui serait désigné ultérieurement conserverait dès lors le droit d'agir en inopposabilité contre toute sûreté accordée dans le cadre d'un accord amiable pris dans ou hors le cadre d'une procédure de réorganisation judiciaire (art. 15 et 43 de la loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises).
3. MB 1 février 2005.
4. L'art. 8 § 2 de la loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières précise que: "Sans préjudice du § 1<sup>er</sup>, dans la mesure où les parties en sont convenues et que cet accord en précise les modalités, notamment en ce qui concerne l'évaluation des instruments financiers donnés en garantie, le créancier gagiste est autorisé, en cas de défaut d'exécution, à s'approprier, sans mise en demeure ni décision judiciaire préalable, les instruments financiers donnés en gage nonobstant une procédure d'insolvabilité, la saisie ou toute situation de concours entre créanciers du débiteur ou du tiers constituant du gage. Le montant résultant de l'évaluation des instruments financiers donnés en garantie est imputé, conformément à l'art. 1254 du Code civil, sur la créance en principal, intérêts et frais, du créancier gagiste. Le solde éventuel revient au débiteur gagiste ou, selon le cas, au tiers constituant du gage".

Ainsi, la société française Eurotunnel, en charge de la concession du tunnel ferroviaire sous la Manche jusqu'en 2086, a connu une sous-performance chronique dès le début de son exploitation en raison de retards dans la construction, d'un coût de financement plus élevé que celui budgété (endettement de 11,5 milliards d'EUR) et de la concurrence accrue des ferries et compagnies aériennes à bas prix. Après une première restructuration de ses crédits en 2002, le management a dû constater que la société connaîtrait une crise importante au niveau de son cashflow<sup>5</sup>. Après que Eurotunnel ait été placée le 2 août 2006 sous protection de sauvegarde par le tribunal de commerce de Paris, les administrateurs judiciaires ont abouti à un nouveau plan de redressement adopté le 15 janvier 2007 avec l'accord des créanciers. Ce plan prévoyait notamment le refinancement des anciennes dettes Senior, Tier 1A, Tier 1 et Tier 2 par une nouvelle dette unique à long terme, ainsi que la conversion des créances Tier 3 et des obligataires en obligations convertibles en actions (ORA's)<sup>6</sup>. La restructuration de la dette d'Eurotunnel a ainsi été en partie réalisée par une entrée au capital, certes différée jusqu'à la conversion des ORA's en actions Eurotunnel, d'un certain nombre de créanciers de la société.

Un mécanisme identique fut mis en place dans le cadre de la restructuration d'un crédit de 7 milliards d'EUR octroyé à la société immobilière espagnole Inmobiliara Colonial par un syndicat des banques composé de Goldman Sachs, Eurhypo, Calyon et Royal Bank of Scotland. Ainsi, les parties ont convenu de remplacer les dettes juniors de la société par des obligations convertibles en actions<sup>7</sup>.

Plus récemment encore, la société française Thomson, en proie à des difficultés financières importantes, a également négocié avec ses créanciers seniors un accord de restructuration, prévoyant notamment la conversion de 45% de la dette senior (soit 1.289 millions d'EUR) en actions nouvelles de la société ainsi qu'en ORA's<sup>8</sup>. Contrairement aux exemples précédemment cités, cette restructuration de crédit impliquait une entrée immédiate des créanciers dans le capital de la société.

En Belgique, nous constatons que les investisseurs institutionnels ainsi que les pouvoirs publics (au travers de véhicules financiers) ont tendance à opter pour cette alternative lorsqu'il s'agit de restructurer des financements. Les

objectifs de ces institutions, distincts de ceux des banques notamment, peuvent sans doute justifier cette différence de comportement.

## Section 2. La conversion en capital: une décision en opportunité, légalement encadrée

1. En cas de restructuration de crédit, le prêteur et l'emprunteur n'auront a priori pas comme première intention de convertir la dette en capital. La conversion ne sera en effet envisagée par le prêteur que si l'opération présente une certaine opportunité financière, stratégique, voire commerciale. Toutefois, en dépit même d'une éventuelle opportunité, il peut ne pas être de la vocation même du prêteur à prendre une participation dans le capital de l'emprunteur, ou d'une société de manière générale. Cette solution sera donc envisagée en tenant compte des motivations et objectifs distincts.

Concernant les actionnaires historiques de l'emprunteur, la conversion de dette en capital peut avoir, selon la proportion de participation prise par le prêteur, un effet "dilutif" plus ou moins important, avec dès lors une répercussion sur les dividendes futurs à distribuer aux actionnaires de l'emprunteur.

Quant au *management* de l'emprunteur, l'entrée du prêteur dans le capital de l'emprunteur peut avoir un effet "intrusif" dès lors que le prêteur souhaitera s'impliquer (avec plus ou moins d'intérêt) dans la gestion de la société. S'il est vrai que certaines obligations de l'emprunteur déjà contenues habituellement dans les conventions de crédits (*covenants*)<sup>9</sup> peuvent également, dans une certaine mesure, constituer une sorte d'intrusion du prêteur dans la gestion de la société, il ne s'agit toutefois en réalité, bien souvent, que d'un simple droit de regard limité à certaines circonstances, sans véritable pouvoir de gestion de la société, bien éloigné de ce que sera l'implication du prêteur une fois qu'il aura pris le statut d'actionnaire.

En outre, l'emprunteur devra sans doute composer avec l'objectif de rentabilité parfois à court terme du prêteur, lequel pourrait, dans cette perspective, s'opposer à la prise de certaines décisions stratégiques audacieuses, visant elles le long terme.

De son côté, le prêteur devra assumer des tâches et un

5. 50% de son chiffre d'affaires était en effet annuellement consacré au seul remboursement des intérêts de l'emprunt.

6. [www.eurotunnel.fr](http://www.eurotunnel.fr).

7. [www.inmocolonial.com](http://www.inmocolonial.com).

8. [fr.thomson.net](http://fr.thomson.net).

9. Notamment l'obligation de délivrer des informations précises de manière périodique ou encore l'obligation de ne pas disposer d'actifs sans l'autorisation préalable du prêteur (*non disposal*).



métier qui dépasse souvent son *core business* et ses compétences traditionnelles, et encourir une responsabilité qu'il ne souhaite sans doute pas devoir assumer.

Compte tenu de ce qui précède, la décision de procéder à une conversion de créance n'interviendra que dans des hypothèses limitées où (i) une dénonciation immédiate du contrat de crédit par le prêteur ne lui permettrait d'obtenir qu'un recouvrement insuffisant de sa créance et où (ii) une restructuration des termes et conditions de la convention de crédit ne permettrait pas, à elle seule, à l'emprunteur de reprendre ses activités dans une perspective de rentabilité suffisante, ce qui laisserait entrevoir la nécessité d'une nouvelle restructuration du crédit à court ou moyen terme.

En outre, et surtout, la décision du prêteur de convertir la dette en capital sera fonction de perspectives et opportunités purement financières. Le prêteur aura en effet le plus souvent à l'esprit les perspectives d'une cession à terme de sa participation, et de la réalisation lors de cette cession d'une plus-value sur le prix obtenu (que ce soit par rapport à la valeur nominale de sa créance convertie ou au recouvrement escompté en cas de dénonciation du crédit), et ce en y ajoutant la perception d'éventuels dividendes dans l'intervalle.

De son côté, l'emprunteur profitera de l'abandon, à tout le moins partiel, de sa dette à l'égard du prêteur pour tenter de retrouver de la rentabilité. La diminution de passif résultant de la conversion de la dette en capital diminuera sa charge d'intérêts et augmentera son *cash-flow*. Sa crédibilité financière (*debt to equity ratio*) sera rétablie, voire renforcée. Cette nouvelle situation pourra également attirer des candidats acquéreurs ou permettre l'injection de nouveaux capitaux par des investisseurs.

2. Outre l'aspect "opportunité", nous rappelons que, s'agissant des établissements de crédit, les participations détenues par ces institutions sont expressément réglementées. Ainsi, l'article 32 § 5 de la loi du 22 mars 1993 rela-

tive au statut et au contrôle des établissements de crédit a institué des limites de détention de droits d'associés par les établissements de crédit. Ces limites peuvent être majorées par arrêté royal pris sur avis de la CBFA, sans qu'un établissement de crédit puisse détenir des participations "qualifiées" qui excèdent, par poste, 15% de ses fonds propres et sans que le total de ces participations ne puisse excéder 60% des mêmes fonds propres<sup>10</sup>.

Pour l'application de la limite "par poste", sont considérées comme un seul poste les parts d'associés émises par des sociétés qui, indépendamment de leur statut et de leur forme juridique, constituent un ensemble du point de vue du risque. Les entreprises liées sont, jusqu'à preuve du contraire, à considérer comme un ensemble du point de vue du risque.

Dès lors, en cas de prise de participation par conversion de la créance en capital, le prêteur – établissement de crédit – devra s'assurer de la non-violation de ces plafonds légaux. A ce titre, l'article 32 § 6 de la loi bancaire du 22 mars 1993 énonce toutefois que dans des cas spéciaux, la CBFA peut autoriser la détention "temporaire" de droits d'associés en dehors des conditions et limites prévues au § 5.

3. Rappelons en outre ici que dans l'hypothèse où une partie au moins des titres (avec droit de vote) de l'emprunteur sont admis à la négociation d'un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation (MTF) désigné par le Roi<sup>11</sup>, et que, suite à la conversion de la dette en capital, le prêteur est amené à détenir plus de 30% des titres avec droits de vote, le prêteur sera tenu de lancer une offre publique d'acquisition sur la totalité des titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par l'emprunteur<sup>12</sup>.

L'obligation de lancer une offre publique d'acquisition s'impose en effet également, depuis l'adoption de la

10. L'arrêté royal du 17 juin 1996 majorant les limites dans lesquelles les établissements de crédit et les entreprises d'investissement peuvent détenir des droits d'associés et des participations prévoit ainsi que les limites prévues à l'art. 32, § 5, première phrase de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit sont remplacées en ce sens, que, sans préjudice des § 1<sup>er</sup> à 4 et 6 à 8 de l'art. 32 précité, les établissements de crédit:

1° ne peuvent détenir des participations qualifiées qui excèdent, par poste, 15% des fonds propres de l'établissement de crédit et, au total, 45% des fonds propres de l'établissement;

2° peuvent détenir sans limites des droits d'associés qui ne constituent pas des participations qualifiées.

La loi bancaire du 22 mars 1993 définit "*participation qualifiée*" comme étant la détention, directe ou indirecte, de 10% au moins du capital d'une société ou des droits de vote attachés aux titres émis par cette société, ou toute autre possibilité d'exercer une influence notable sur la gestion de la société dans laquelle est détenue une participation. Le calcul des droits de vote s'établit conformément aux dispositions de la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes, ainsi qu'à celles de ses arrêtés d'exécution; il n'est pas tenu compte des droits de vote ou des actions détenues à la suite de la prise ferme d'instruments financiers et/ou du placement d'instruments financiers avec engagement ferme, pour autant que, d'une part, ces droits ne soient pas exercés ni utilisés autrement pour intervenir dans la gestion de l'émetteur et que, d'autre part, ils soient cédés dans un délai d'un an après leur acquisition.

11. L'art. 49 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition (MB 23 mai 2007, p. 27.736) précise qu'il s'agit des sociétés belges dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé ("Eurolist by Euronext") ainsi que sur les marchés d'instruments financiers "Alternext" et "Marché Libre", organisés par Euronext Brussel.

12. Loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition et ses deux AR d'exécution du 27 avril 2007. Voy. notamment pour une étude générale sur le sujet P.-A. FORIERS, S. HIRSCH, V. MARQUETTE et R. JAFFERALI, *Les offres publiques d'acquisition. Nouveau régime, Dossiers JT*, Larcier, 2008.

nouvelle loi du 1<sup>er</sup> avril 2007 sur les offres publiques d'acquisition, en cas de dépassement du seuil de 30% des titres avec droit de vote suite à une opération d'augmentation de capital.

Dans son analyse sur l'opportunité et les conséquences d'une prise de participation dans le capital de l'emprunteur par l'effet de la conversion de la dette, le prêteur sera évidemment attentif à ces réglementations sur les offres publiques d'acquisition, de sorte à éviter de devoir lancer une offre sur l'ensemble des titres de l'emprunteur, à l'issue de l'opération de conversion.

Il est à noter toutefois que l'article 52 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition prévoit certaines exceptions à cette obligation de lancer une OPA, nonobstant le dépassement du seuil de 30%, et notamment:

- lorsqu'il est démontré qu'un tiers exerce le contrôle de la société ou qu'il détient une participation supérieure à celle détenue par la personne qui, seule ou de concert, détient 30% des droits de vote de la société (art. 52 § 3)<sup>13</sup>;
- en cas d'acquisition réalisée dans le cadre de la souscription à une augmentation de capital d'une société en difficultés au sens de l'article 633 du Code des sociétés, décidée par l'assemblée générale (art. 52 § 4)<sup>14</sup>.

4. Enfin, dès lors que le prêteur est bien souvent détenteur d'informations à caractère "privilegié", communiquées par l'emprunteur sur la base des obligations d'information contenues dans la convention de crédit, ou sur la base d'une divulgation volontaire à l'occasion des négociations de restructuration du crédit, le prêteur doit veiller, dans l'hypothèse où une partie des titres de l'emprunteur est cotée sur un marché, à ce que sa prise de participation dans

le capital de l'emprunteur ne puisse être considérée comme une transaction sur titres qualifiée de délit d'initié<sup>15</sup>.

Pour rappel, il faut, pour que ce délit existe, que trois conditions soient remplies, à savoir qu'il existe une information privilégiée<sup>16</sup>, que cette information soit connue d'un initié<sup>17</sup> et que l'initié, possédant cette information privilégiée, se rende coupable de certains comportements déterminés (achat ou vente d'instruments financiers, communication d'information, etc.).

Le cumul de ces conditions est une question d'appréciation en fait, à faire par le juge en se replaçant au moment de la commission de l'acte interdit, sans tenir compte de l'évolution du cours à la suite de cette commission.

Il convient donc que le prêteur, éventuellement détenteur d'informations financières ou stratégiques particulières, et considéré comme un "initié" au sens de la loi, s'interroge sur la nature de ces informations de manière telle que si elles devaient être considérées comme étant "privilegiées" au sens de la loi, le prêteur décide de ne pas prendre une participation dans l'emprunteur par l'effet d'une conversion de dette en capital, ou s'assure à tout le moins d'être en mesure de pouvoir démontrer que ces informations n'ont pas déterminé sa décision d'acquérir des titres de l'emprunteur<sup>18</sup>. Il est à noter que si cette démonstration de l'absence d'élément intentionnel est de nature à éviter toute infraction *pénale*, elle ne permettrait toutefois pas d'éviter l'infraction *administrative* d'abus de marché, laquelle ne requiert en effet pas d'élément intentionnel. L'abus d'information privilégiée (et l'infraction administrative en découlant) est en effet réalisé dès que la personne, disposant d'une information dont il sait ou devait savoir qu'elle est privilégiée, acquiert, cède ou tente d'acquérir ou de céder les titres de la société concernée<sup>19</sup>.

13. Bien que le seuil de 30% soit dépassé, le prêteur ne devra donc pas lancer d'OPA si un actionnaire détient le contrôle (ou une participation supérieure) ou qu'un groupe d'actionnaires organisé est susceptible de le minoriser.

14. Ce qui risque bien souvent d'être le cas lorsque la conversion de dette en capital est utilisée comme remède dans le cadre d'une restructuration de crédit.

15. Art. 25 de la loi "transparence" du 2 août 2002. Voy. pour une étude approfondie sur les opérations d'initiés J.-L. DEVOGELE, "L'administrateur de la société anonyme et son rapport individuel à l'information: droit d'investigation et devoir de discrétion", DAOR 2007/81, pp. 64 et s.

16. L'art. 2, 14° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers a été modifié par l'arrêté royal du 24 août 2005, entré en vigueur le 19 septembre 2005, et donne comme définition de l'information "privilegiée": "toute information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et qui concerne directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et si elle est rendue publique serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés."

17. Le délit d'initié concerne également les tiers, comme le candidat acquéreur d'une participation de la société. Les initiés primaires sont notamment ceux qui disposent directement de l'information grâce à leur proximité avec la société en question (à savoir par exemple le banquier). La loi n'exige comme intention que la conscience de disposer d'une information privilégiée.

18. Il faut en effet, pour que l'infraction pénale soit commise, que l'information privilégiée ait été utilisée pour acquérir ou céder des titres (ce qui n'est pas le cas en ce qui concerne le manquement administratif d'"abus de marché", pour lequel le lien de causalité entre la détention de l'information privilégiée et la transaction litigieuse ne doit pas être établi).

19. La sanction de tels abus administratifs relève de la compétence de la CBFA, laquelle peut notamment, sur pied de l'art. 36 de la loi du 2 août 2002, et après injonction, (i) rendre publique sa position quant à l'infraction ou à la défaillance en question, (ii) imposer le paiement d'une astreinte qui ne peut être, par jour calendrier, inférieure à 250 EUR ni supérieure à 50.000 EUR, ni, au total, excéder 2.500.000 EUR et (iii) désigner auprès d'une entreprise de marché ou d'un organisme de compensation ou de liquidation dont le siège social est établi en Belgique un commissaire spécial dont l'autorisation est requise pour les actes et décisions que la CBFA détermine.



Ceci étant, dès lors qu'une mesure de conversion de dette en capital pourra être notamment justifiée par le souci d'assainir l'endettement du débiteur, la CBFA pourrait accepter, selon le cas, de tempérer la loi, voire d'en faire abstraction.

### Section 3. La conversion de la dette en capital: techniques juridiques

La restructuration par conversion de dette en capital peut prendre des formes diverses et variées.

A l'instar de la restructuration opérée pour la société française Eurotunnel, les parties peuvent notamment envisager de créer une nouvelle société à laquelle les activités de l'emprunteur seraient apportées. Les actionnaires de cette société nouvellement constituée seront les actionnaires historiques de l'emprunteur et, selon les cas, le *management* et les créanciers concernés.

Une autre technique consiste à ce que le prêteur cède sa créance (et tous les accessoires de celle-ci) aux actionnaires historiques de l'emprunteur, lesquels, en contrepartie, lui transfèrent des actions existantes de l'emprunteur dont le nombre sera fonction de leur valorisation. Dans ce cas, la dette ne disparaîtra en réalité pas, et la créance sera transférée aux actionnaires, lesquels pourront, selon les accords négociés avec le prêteur originaire, s'engager à faire un abandon de créance partiel, s'engager à ne réclamer le remboursement que dans certaines conditions (de limite et de temps) voire s'engager à racheter les titres transférés au prêteur dans un certain délai et à un certain montant (*put*).

De manière plus traditionnelle toutefois, la conversion prendra la forme d'une augmentation du capital de l'emprunteur par un apport en nature de la créance du prêteur, moyennant l'émission d'un certain nombre de nouvelles actions de l'emprunteur.

L'apport de créance à une société anonyme est soumis aux

dispositions communes relatives aux augmentations de capital prévues aux articles 581 et suivants du Code des sociétés, ainsi qu'aux articles 601 et 602 spécifiquement consacrés aux augmentations de capital par apport en nature<sup>20</sup>. Ces dispositions imposent que l'apport de créance et l'augmentation du capital corrélative soient approuvés par l'assemblée générale des actionnaires de l'emprunteur, conformément aux conditions requises pour la modification des statuts<sup>21</sup> et constatés par acte authentique. Le prêteur comparaitra à l'acte authentique et souscrira aux actions nouvellement émises.

Chaque action correspondant à un apport en nature doit, en vertu de l'article 586 du Code des sociétés, être libérée d'un quart et entièrement libérée dans un délai de cinq ans à dater de la décision d'augmenter le capital. Concernant le cas particulier d'un apport de créance, la libération de l'apport s'opérera immédiatement et intégralement par simple compensation entre le montant de la créance et le montant de la souscription des actions nouvelles<sup>22</sup>.

Rappelons en outre que, conformément à l'article 602 § 1<sup>er</sup> du Code des sociétés, tout apport en nature requiert l'établissement d'un rapport par le commissaire (ou un reviseur en absence de commissaire) et par le conseil d'administration, lesquels doivent être déposés au greffe du tribunal de commerce<sup>23</sup>.

L'article 602 § 2 nouveau du Code des sociétés<sup>24</sup> dispense toutefois désormais les sociétés anonymes des formalités d'établissement des rapports du commissaire/reviseur et du conseil d'administration si l'actif apporté a fait l'objet d'une évaluation "objective" récente<sup>25</sup>, à savoir lorsqu'un apport en nature est constitué:

- de valeurs mobilières ou d'instruments du marché monétaire<sup>26</sup> évalués au cours moyen pondéré auquel ils ont été négociés sur un ou plusieurs marchés réglementés<sup>27</sup> durant les trois mois précédant la date effective de la réalisation de l'apport en nature; ou

20. Nous nous référons dans la présente contribution uniquement aux dispositions relatives aux sociétés anonymes.

21. En vertu de l'art. 581 du Code des sociétés, la décision requiert la présence de la moitié au moins du capital social et doit être votée par au moins 3/4 des voix.

22. P. HAINAUT-HAMENDE, "Commentaire de l'art. 601 C.soc.", *Commentaire systématique du Code des sociétés*, Kluwer, 2004.

23. Le rapport du commissaire portera, notamment, sur la description de chaque apport en nature et sur les modes d'évaluation adoptés et indiquera si les estimations auxquelles conduisent ces modes d'évaluation correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie. Le rapport spécial du conseil d'administration exposera, d'une part, l'intérêt que présentent pour la société tant les apports que l'augmentation de capital proposée et, d'autre part, les raisons pour lesquelles éventuellement, il s'écarte des conclusions du rapport du commissaire.

24. La société peut être dispensée des formalités d'établissement de rapports depuis l'adoption de la directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital (JO L. 264 du 25 septembre 2006), adoptée dans le cadre de la modernisation et simplification du droit des sociétés. Cette directive a été transposée en droit belge par l'arrêté royal du 8 octobre 2008 (AR 8 octobre 2008 modifiant le Code des sociétés conformément à la directive 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution d'une société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, MB 30 octobre 2008, art. 15), lequel a complété l'art. 602 du Code des sociétés.

25. E. JANSSENS, "Inbreng in natura en inkoop van eigen aandelen: soepelere regels" in *Balans* 2008, n° 596, p. 1.

26. Visés à l'art. 2, 31° et 32° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

27. Visés à l'art. 2, 3°, 5° et 6° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

- d'éléments d'actif<sup>28</sup> qui ont déjà été évalués par un reviseur d'entreprises et pour autant que la juste valeur ait été déterminée à une date qui ne peut précéder de plus de six mois la réalisation effective de l'apport, et que l'évaluation ait été réalisée conformément aux principes et aux normes d'évaluation généralement reconnus pour le type d'élément d'actif constituant l'apport; ou
- d'éléments d'actif<sup>29</sup> dont la juste valeur est tirée, pour chaque élément d'actif, des comptes annuels de l'exercice financier précédent, à condition que les comptes annuels aient été contrôlés par le commissaire ou par la personne chargée du contrôle des comptes annuels et à condition que le rapport de cette personne comprenne une attestation sans réserve.

Cette dispense devrait dès lors trouver à s'appliquer lorsque la conversion de la créance tiendra compte de la valeur nominale de la créance résultant des derniers comptes annuels contrôlés et attestés sans réserve.

En cas de circonstances exceptionnelles pouvant modifier sensiblement la valeur de l'élément d'actif à la date effective de son apport, l'actif peut être réévalué sous la responsabilité du conseil d'administration (art. 602 § 2, al. 2 C.soc.). En l'absence d'une telle réévaluation, un ou plusieurs actionnaires détenant un pourcentage total d'au moins 5% du capital souscrit de la société au jour de la décision d'augmenter le capital peuvent demander une évaluation par un reviseur d'entreprises conformément à l'article 602 § 1<sup>er</sup> du Code des sociétés.

Enfin, si la société est dispensée des formalités d'établissement des rapports du commissaire/reviseur et du conseil d'administration, elle est tenue de déposer une déclaration au greffe dans le délai d'un mois suivant la date effective de l'apport de l'élément d'actif (art. 602 § 3 C.soc.). Cette déclaration doit contenir une description de l'apport en nature concerné, le nom de l'apporteur, la valeur de cet apport (ainsi que l'origine de cette évaluation et, le cas échéant, le mode d'évaluation), la valeur nominale des actions (ou, à défaut de valeur nominale, le nombre des actions émises en contrepartie de chaque apport en

nature), une attestation précisant si les valeurs obtenues correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale (ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie de cet apport) et, enfin, une attestation selon laquelle aucune circonstance nouvelle susceptible d'influencer l'évaluation initiale n'est survenue.

#### Section 4. Certaines questions "commerciales"

Dans le cadre des négociations entre prêteur et emprunteur sur les conditions de la conversion de la dette en capital, l'on constate que les points discutés ont essentiellement trait à la nature des actions nouvelles à souscrire par le prêteur d'une part, et aux futurs rapports entre actionnaires d'autre part. Les discussions les plus fréquentes sont:

- quelle sera la catégorie d'actions à émettre en faveur du prêteur et quels droits y seront attachés?
- quelle proportion de la dette sera convertie en capital et quelle proportion du capital représenteront les actions nouvellement émises en faveur du prêteur?
- dans quelle mesure et à quelles conditions le prêteur et/ou les actionnaires historiques accepteront de restreindre la cessibilité de leurs actions?
- quelles seront les voies de sortie du capital offertes au prêteur?

##### (a) Détermination du nombre d'actions nouvelles à créer

La proportion de la dette qui sera convertie en capital, ainsi que le nombre d'actions qui seront émises suite à l'augmentation de capital dépendront de la valorisation donnée par les parties (i) à la créance et (ii) à la société.

Concernant la créance, elle sera évaluée au maximum à sa valeur nominale<sup>30</sup>. A l'initiative de l'emprunteur toutefois, les parties peuvent être amenées à négocier l'évaluation de cette créance, sachant que l'intérêt du prêteur sera de tendre vers la valeur nominale, alors que l'emprunteur souhaitera tenir compte de sa valeur économique<sup>31</sup>.

28. Autres que les valeurs mobilières et instruments du marché monétaire.

29. Autres que les valeurs mobilières et instruments du marché monétaire.

30. Rappelons qu'en vertu de l'art. 68 de l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés, la créance du prêteur doit faire l'objet d'une réduction de valeur lorsque le remboursement à l'échéance est en tout ou en partie incertain ou compromis (notamment lorsque les dettes de l'emprunteur dépassent notamment largement son actif net).

31. Sur cette question, voy. notamment M. WYCKAERT, *Kapitaal in NV en BVBA*, Kalmthout, Biblo, 1994, pp. 125 et s.; G. BATS, F. DE CLIPPEL et H. VANDAMME, *Inbreng in natura en quasi-inbreng*, RNPS, 2001; G. KLEYNEN, "Société – augmentation de capital – évaluation de l'apport à une société qui a perdu la totalité de son capital d'une créance contre cette société", *Rec.gén.enr.not.* 1978, n° 22.236, p. 169, n° 1. Il est à noter par ailleurs que d'un point de vue comptable, la valeur d'acquisition des actions résultant de la conversion de créances devra correspondre à la valeur conventionnelle de la créance convertie. Toutefois, si cette valeur conventionnelle est inférieure à la valeur de marché de la créance convertie, la valeur d'acquisition devra correspondre à cette valeur supérieure de marché (art. 41 de l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés).



Dès lors que l'évaluation d'un apport en nature doit se faire dans une perspective d'une entreprise en activité (*going concern*) et, surtout, que le prêteur doit avoir un intérêt à accepter de convertir sa créance en capital et de ne pas dénoncer le crédit, la valeur de la créance ne devrait a priori pas se négocier autour de sa valeur économique, mais au contraire autour de sa valeur nominale, et ce nonobstant les difficultés financières de l'emprunteur. Une valorisation élevée de la créance sera notamment un des éléments permettant d'inciter le prêteur à convertir sa créance<sup>32</sup>.

La valorisation de la société relève quant à elle d'un exercice plus complexe. De nombreuses techniques de valorisation ont été développées par la pratique (méthode comptable, patrimoniale, actuarielle, boursière, industrielle, etc.)<sup>33</sup>. Il est en tout état de cause recommandé au prêteur de solliciter la réalisation d'un audit de la société, dont l'étendue et le niveau de détail est à géométrie variable et à apprécier par le prêteur<sup>34</sup>. Compte tenu du coût et du temps requis pour mener un audit complet, dont le caractère peut être sensible en période de restructuration de la société, un audit plus ciblé (au caractère exclusivement financier par exemple) pourrait être privilégié. Rappelons à ce titre que le prêteur, et les banques en particulier, disposent a priori déjà d'une partie plus ou moins importante d'informations sur l'emprunteur, sachant que la plupart des conventions de crédit prévoient la remise à intervalle régulier d'informations financières sur l'emprunteur et, éventuellement, ses sociétés mères et/ou filiales. En fonction des informations recueillies lors de cet audit, la détermination de la valeur de la société, et donc corrélativement de ses actions, pourrait être revue à la hausse ou à la baisse.

### **(b) Création d'une catégorie d'actions privilégiées ou prioritaires et droits des catégories<sup>35</sup>**

Le prêteur qui convertit sa créance en capital de l'emprunteur souhaitera vraisemblablement prendre un certain nombre de précautions afin d'optimiser et de sécuriser son retour sur investissement. Ainsi, le prêteur sera notamment enclin à demander que les actions remises en échange de son apport appartiennent à une catégorie d'actions distincte et, surtout, privilégiée. De ce fait, le

prêteur s'assurera que les actions conserveront un caractère aussi proche que possible de la créance initiale (*quasi-debt*). Le régime applicable à ces actions dépendra notamment du droit de vote qui leur sera attaché, ou non, selon le résultat des négociations entre parties.

#### **(i) Actions sans droit de vote**

Les actions sans droit de vote, qui ne peuvent représenter plus d'un tiers du capital social, bénéficient légalement d'un régime privilégié en termes de distribution de dividendes, de remboursement du capital et de partage du boni de liquidation (art. 480 C.soc.). Ainsi, les actions sans droit de vote confèrent à leur titulaire le droit à un dividende non seulement privilégié mais également "récupérable" si au cours d'un ou plusieurs exercices, la société ne distribue pas de dividendes. Dans ce cas, ces actions bénéficient d'un report automatique de leurs créances sur les bénéfices ultérieurs, sauf disposition contraire dans les statuts. Le montant du dividende privilégié doit toutefois, conformément à l'article 480 du Code des sociétés, être fixé au moment de l'émission des actions. En outre, les actions sans droit de vote doivent conférer un droit dans la répartition de l'excédent des bénéfices qui ne peut être inférieur à celui attribué aux actions avec droit de vote.

L'attribution d'actions sans droit de vote peut toutefois ne pas correspondre au souhait du prêteur, lequel pourrait éventuellement – selon le cas d'espèce – vouloir disposer de droits de vote.

#### **(ii) Actions avec droit de vote**

Si le prêteur souscrit à des actions ordinaires avec droit de vote, il doit conventionnellement s'assurer qu'elles appartiendront à une catégorie distincte et privilégiée. Ce régime distinct sera acté dans les statuts de l'emprunteur (lesquels seront modifiés à l'occasion de l'acte d'augmentation de capital) ou convenu dans une convention d'actionnaires. Le Code des sociétés admet ainsi que la société réserve un traitement différencié à certains actionnaires, pour autant que la différenciation soit conforme à l'intérêt social et qu'il n'y ait pas de pacte léonin au sens de l'article 32 du Code des sociétés<sup>36</sup>. Dès lors qu'elle conditionne la restructuration du crédit, la création

32. Nous ne traitons pas ici de la question fiscale des éventuelles plus-values taxables réalisées.

33. Voy. notamment P. DELLA FAILLE, *Fusions, acquisitions et évaluations d'entreprises*, Larcier, 2001.

34. Voy. à ce titre T. LEJUSTE, "Transmission/cession d'entreprise. Due Diligence d'acquisition" in *L'acquisition d'une société en pratique*, Anthemis, 2008, p. 77.

35. Il est toutefois à noter que s'agissant d'une société privée à responsabilité limitée, les parts sont de valeur égale et confèrent des droits égaux. Il n'est donc pas possible de créer, dans ce type de sociétés, des parts prioritaires, sauf bien entendu les parts sans droits de vote visées par l'art. 240 du Code des sociétés.

36. L'art. 32 du Code des sociétés dispose que "la convention qui donnerait à l'un des associés la totalité des bénéfices, est nulle. Il en est de même de la stipulation qui affranchirait de toute contribution aux pertes, les sommes ou effets mis dans le fonds de la société par un ou plusieurs des associés". Voy. à ce titre Y. DE CORDT, *L'égalité entre actionnaires*, Bruylant, 2004, p. 538.

d'actions privilégiées au profit du prêteur relève – à n'en pas douter – de l'intérêt social de l'emprunteur.

Le caractère privilégié d'actions est évidemment principalement lié aux droits patrimoniaux des actions. A ce titre, à l'instar des actions sans droit de vote, le prêteur peut exiger que la nouvelle catégorie d'actions avec droit de vote reçoive tout dividende par priorité, que ce soit à concurrence d'un montant fixe déterminé à l'avance ou d'une proportion du bénéfice distribuable, le cas échéant indexé. Le solde des bénéfices distribuables sera ainsi réparti entre les détenteurs d'actions ordinaires, le cas échéant en concours avec les actions privilégiées. Le prêteur pourrait également être enclin à demander que les dividendes qui lui reviendront soient "récupérables".

Dans le même ordre d'idée, le prêteur pourrait exiger d'inclure, dans les dispositions statutaires relatives à la liquidation de la société, un remboursement prioritaire des actions privilégiées en cas de liquidation de la société. Il pourrait également être prévu que le partage du boni de liquidation soit procédé à l'avantage des actions privilégiées<sup>37</sup>.

Concernant ces droits patrimoniaux, il est recommandé au prêteur d'exiger que les privilèges attachés à ses actions ne puissent être limités à l'occasion d'une future augmentation de capital, et, ainsi, que les futures d'actions émises par l'emprunteur seront subordonnées ou, à tout le moins, *pari passu* aux actions privilégiées du prêteur (sauf consentement préalable de ce dernier).

### (c) Gestion de la société et droit de sortie

Au-delà du régime patrimonial privilégié ou prioritaire qui peut être attaché aux nouvelles actions du prêteur, ce dernier peut notamment, au terme d'une convention d'actionnaires, modaliser sa représentation au sein des organes de gestion de l'emprunteur et négocier des modes de sortie du capital.

Le prêteur peut souhaiter disposer d'un droit de regard dans l'administration de la société et, à ce titre, estimer opportun de négocier la présence d'observateur(s) au sein des organes de gestion de l'emprunteur, voire d'administrateur(s), tenant compte des risques de la responsabilité particulière de dirigeant qui accompagne de tels mandats. En outre, et quelle que soit sa proportion même minoritaire dans le capital, le prêteur pourrait exiger que lui soit conféré, au titre des droits attachés à sa catégorie d'actions, un droit de veto sur un certain nombre de décisions sensibles et/ou touchant à des investissements importants.

Par ailleurs, dès lors que le prêteur n'a pas vocation à demeurer actionnaire de la société sur le long terme, celui-ci s'assurera de diverses hypothèses de sortie du capital dans le cadre d'un pacte d'actionnaires. Il n'est pas rare à ce titre de prévoir une option de vente conférée par un actionnaire historique de la société, exerçable à moyen terme à un prix convenu, au bénéfice du prêteur<sup>38</sup>. Cette option garantira ainsi au prêteur de pouvoir sortir de la société après l'expiration d'un certain délai ou lorsqu'une certaine condition s'est réalisée.

Le prêteur peut également négocier un engagement conjoint de la société et de ses actionnaires de procéder à un rachat d'actions propres, limité aux actions du prêteur, dans le respect des conditions de l'article 620 du Code des sociétés.

## Section 5. Cas particulier de la conversion de dette dans une procédure de réorganisation judiciaire

1. Les difficultés économiques de l'emprunteur peuvent amener ce dernier à se placer sous la protection du régime de sauvegarde légal, dont la refonte récente a été effectuée par la loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises<sup>39</sup> (ci-après la "Loi").

37. Y. DE CORDT, *o.c.*, p. 541.

38. Notons à ce titre l'arrêt de la Cour de cassation du 29 mai 2008 (RDC 2009, p. 270, RW 2008-09, p. 1556, TRV 2008, p. 655), dans lequel la Cour a dit pour droit que "La convention par laquelle une partie prend une participation dans une société moyennant la stipulation que les autres associés s'engagent à racheter ces actions pour un prix convenu à l'avance après l'expiration d'un certain délai ou lorsqu'une certaine condition s'est réalisée ne relève pas de l'interdiction visée à l'art. 32 du Code des sociétés lorsque cette convention ne sert que les intérêts de la société." La Cour de cassation a ainsi remplacé le test de la recherche de l'intention des parties par celui de la conformité à l'intérêt social, de telle sorte que l'intérêt de la société devient le critère permettant d'apprécier la validité des options de vente. En l'espèce, dès lors que ces conventions serviront à la restructuration du crédit, il ne devrait pas y avoir de discussion quant à leur conformité à l'intérêt social et elles ne devraient donc pas être considérées comme des pactes léonins.

39. Loi relative à la continuité des entreprises du 31 janvier 2009, MB 9 février 2009, complétée par la loi du 26 janvier 2009, MB 9 février 2009 modifiant le Code judiciaire concernant la continuité des entreprises. Voy. notamment A. ZENNER, "La loi relative à la continuité des entreprises. Genèse et philosophie de la loi" in *La loi relative à la continuité des entreprises*, Larcier, 2009, pp. 7 et s.; P. COUSSEMENT, "De wet op de continuïteit van de ondernemingen van 31 januari 2009", RDC 2009/4, pp. 283-321; J. WINDEY, "La loi du 31 janvier 2009 relative à la continuité des entreprises", JT 2009, pp. 237-249; M. GRÉGOIRE, "Le sort des créanciers et leurs garanties" in *La continuité des entreprises: la réforme*, Séminaire Vanham & Vanham du 29 janvier 2009; M. VANMEENEN, "De wet van 31 januari 2009 betreffende de continuïteit van de ondernemingen", RW 2008-09, pp. 1282-1320; E. FELTEN, "La loi du 31 janvier 2009 sur la continuité des entreprises: le concordat judiciaire est ainsi revu mais est-il pour autant corrigé" in *Cahier du juriste* 2009/1, pp. 2 et s.



Dans le cadre d'une procédure en réorganisation judiciaire, le jugement qui reçoit la demande en réorganisation permettra à la société, sous le contrôle du tribunal de commerce ou d'un juge délégué, d'obtenir un sursis en vue de préparer les mesures de réorganisation judiciaire. Les options sont au nombre de trois: (a) un accord amiable conclu par la société avec deux ou plusieurs de ses créanciers, (b) un accord collectif visant à obtenir l'accord des créanciers sur un plan de réorganisation et (c) un transfert de l'entreprise sous autorité de justice<sup>40</sup>.

La question de la conversion de dette en capital surviendra a priori lorsque l'emprunteur vise l'obtention d'un accord "collectif". A ce titre, le débiteur dispose en effet d'une grande liberté dans l'élaboration des propositions à soumettre aux créanciers et c'est dans ce contexte, notamment, qu'il pourra envisager d'intégrer la conversion de certaines dettes en capital dans le plan de réorganisation.

La conversion de dette en capital fait en effet expressément partie, depuis la loi du 17 juillet 1997 relative au concordat judiciaire<sup>41</sup>, des mesures potentielles destinées à désintéresser les créanciers d'une société qui s'est placée sous la protection du régime de redressement judiciaire. L'article 49 de la Loi, reprenant de manière identique l'article 29 § 3, alinéa 2 de la loi relative au concordat judiciaire, dispose ainsi que:

*"Le plan indique les délais de paiement et les abattements de créances sursitaires en capital et intérêts proposés. Il peut prévoir la conversion de créances en actions et le règlement différencié de certaines catégories de créances, notamment en fonction de leur ampleur ou de leur nature."*

Cette précision avait été intégrée par amendement dans le projet de loi relatif à l'accord et au sursis de paiement (devenu la loi sur le concordat judiciaire) au motif que la doctrine "*est unanimement favorable à pareilles mesures*"<sup>42</sup>. Les conséquences et modalités d'une telle conversion n'ont toutefois pas fait l'objet d'autres débats ou justifications.

Concernant l'élaboration et l'approbation du plan de réorganisation, rappelons avant tout qu'après établissement dudit plan par la société, et dépôt de ce plan au greffe du tribunal de commerce pour consultation par les créanciers, ces derniers sont informés de la date de l'audience à laquelle il sera procédé au vote sur les mesures proposées dans le plan. A cette audience, les créanciers peuvent faire valoir toutes leurs observations, oralement ou par écrit (art. 53 de la Loi).

Le plan de réorganisation est tenu pour approuvé par les créanciers lorsque le scrutin recueille le vote favorable de la majorité de ceux-ci, représentant par leurs créances non contestées ou provisoirement admises, la moitié de toutes les sommes dues en principal (art. 54 de la Loi)<sup>43</sup>. Le tribunal de commerce doit ensuite décider s'il homologue ou non l'accord collectif, sans toutefois pouvoir apporter aucune modification ni conditionner son homologation. Le tribunal ne peut refuser son homologation qu'en cas d'inobservation des formalités requises par la Loi ou pour violation de l'ordre public (art. 55 de la Loi). Dès homologation, le plan de réorganisation devient contraignant pour tous les créanciers (art. 57 de la Loi).

En pratique, il est a priori acquis que si le débiteur envisage de proposer la conversion d'une créance en capital, il entamera au préalable des négociations avec le créancier concerné en vue d'obtenir son accord sur le principe et les conditions de la conversion.

2. Mais l'emprunteur serait-il toutefois en mesure de se passer de l'accord du créancier concerné et, avec l'appui de la majorité des créanciers, de "forcer" la conversion d'une créance déterminée sans le concours du créancier concerné?

Rappelons avant tout, à titre liminaire, que les conditions de la conversion devront en principe faire l'objet d'un rapport révisoral<sup>44</sup>, assurant une certaine protection du créancier concerné quant à la valorisation de la créance et de la société.

40. Conformément à l'art. 15 de la Loi, le débiteur peut également, en dehors de toute procédure de réorganisation judiciaire et donc sans bénéficier de sursis, proposer un accord amiable avec deux ou plusieurs de ses créanciers, en vue de l'assainissement de sa situation financière ou de la réorganisation de son entreprise. Un médiateur d'entreprise peut au besoin être désigné pour faciliter les négociations autour de l'accord proposé, lequel, une fois obtenu, doit être déposé au greffe du tribunal de commerce. Il se pourrait ainsi que, dans le cadre de cet accord amiable, le prêteur accepte, avec d'autres créanciers, de convertir toute ou partie de leur créance en capital. Vu que l'art. 17, 2° de la loi du 8 août 1997 sur les faillites ne s'applique pas en cas d'accord amiable pris dans ou hors procédure de réorganisation judiciaire (sur la base respectivement des art. 43 ou 15 de la Loi), les créanciers et le débiteur pourraient s'accorder en outre sur le remboursement anticipé du solde de la dette.

41. MB 28 octobre 1997.

42. Doc.parl. Chambre 1406/4-93/94, p. 11.

43. Les créanciers qui n'ont pas participé au vote et les créances qu'ils détiennent ne sont pas pris en compte pour le calcul des majorités (art. 54).

44. Sauf si la conversion de la créance tient compte de la valeur nominale de la créance résultant des derniers comptes annuels contrôlés et attestés sans réserve (cf. *supra* Section 3).

Précisons ensuite que cette question sur la conversion “forcée” d’une créance en capital ne concerne pas les “créanciers sursitaires extraordinaires”, dès lors en effet que toute mesure affectant les droits de ces créanciers est expressément subordonnée à leur consentement individuel (art. 50 de la Loi)<sup>45</sup>. Rappelons ici que les créances sursitaires extraordinaires sont définies comme celles qui sont garanties par un privilège spécial ou une hypothèque, ainsi que celles qui appartiennent à un créancier propriétaire (art. 2, d) de la Loi)<sup>46</sup>.

Dès lors que les prêteurs institutionnels prennent généralement la précaution de couvrir les crédits consentis par un ensemble de sûretés réelles, ils seront la plupart du temps “créanciers sursitaires extraordinaires” et donc à l’abri de toute décision de conversion forcée de leur créance dans le plan de réorganisation.

S’agissant des créanciers sursitaires “ordinaires”, ils ne disposent pas d’une telle protection et pourraient donc être sujets à un plan de réorganisation proposant, contre leur gré, la conversion de leur créance en capital, et voté par la majorité des créanciers.

Cette question du caractère contraignant des mesures adoptées dans un plan concordataire a fait l’objet de nombreux débats doctrinaux avant même l’adoption de la loi sur le concordat judiciaire en 1997<sup>47</sup> tenant notamment compte de la marge d’appréciation que la loi réservait au tribunal au moment de l’homologation du plan. Ainsi, l’arrêté du Régent du 25 septembre 1946 coordonnant les lois sur le concordat judiciaire permettait au tribunal de rejeter l’homologation du plan pour contrariété à l’ordre public ou aux intérêts des créanciers, inobservation de formalités ou absence de “malheur ou de bonne foi”<sup>48</sup>. Dans le même esprit, l’article 34 de loi du 17 juillet 1997 sur le concordat judiciaire interdisait également au tribunal d’homologuer le plan pour violation de l’ordre public ou si le débiteur n’offre pas les garanties nécessaires de probité en la gestion. Le tribunal disposait également d’un pouvoir d’appréciation propre permettant de prendre en compte les intérêts des créanciers. La Loi a toutefois supprimé tout pouvoir d’appréciation dans le chef du tribunal, réduisant les hypothèses

de refus d’homologation à la contrariété à l’ordre public et à l’inobservation des formalités (art. 54 de la Loi).

Il est néanmoins intéressant de relever les argumentations et débats d’époque sur les droits de la majorité résultant de cette institution du concordat.

Concernant notamment des propositions concordataires prévoyant la cession “obligatoire” des créances à un tiers pour un prix déterminé, la cour d’appel de Bruxelles a décidé le 27 octobre 1979 que le plan concordataire ne pouvait être homologué, considérant en effet que la cession de créance implique l’accord du cédant et qu’il en est de même de la substitution d’un débiteur à un autre. A ce titre, certains auteurs ont toutefois rappelé que l’institution du concordat se caractérise précisément par la possibilité d’imposer aux créanciers minoritaires, qui s’opposent aux propositions ou qui s’abstiennent de prendre part au vote, les obligations qui résultent des propositions acceptées par la majorité et homologuées par le tribunal<sup>49</sup>. Ces auteurs ont insisté sur le fait que l’on “*ne saurait argumenter à partir de l’article 1134 du Code civil pour écarter tel ou tel type de proposition concordataire; tout concordat implique une dérogation à l’article 1134 si tous les créanciers unanimes ne votent pas en faveur des propositions*”.

Au contraire, MM. Van Ryn et Heenen considèrent que la “majorité” commettrait un excès de pouvoirs en modifiant la nature de la créance ou en la transformant en droits d’associés. Ainsi, les propositions concordataires impliquant une cession obligatoire des créances à un tiers seraient illégales<sup>50</sup>.

Dans son étude de 1981, le professeur Van Ommeslaghe précise que les arguments de MM. Van Ryn et Heenen n’ont pas convaincu tous les tribunaux. Il cite notamment un important concordat homologué par le tribunal de commerce de Bruxelles le 21 juin 1972, *inédit (Ateliers de Forest)*, alors que les propositions concordataires portaient l’acquisition de toutes les créances pour un prix correspondant à la moitié de leur valeur nominale avec paiement immédiatement après l’homologation. Le professeur Van Ommeslaghe en conclut que ni les lois sur

45. Sous réserve de quelques exceptions prévues à l’art. 50 de la Loi.

46. Les créances garanties par un “gage” sont donc également visées puisque l’art. 20.3° de la loi hypothécaire confère un privilège mobilier spécial au créancier gagiste (voy. M. GRÉGOIRE, *o.c.*, Séminaire Vanham & Vanham du 29 janvier 2009, p. 3). Par ailleurs, le créancier-propriétaire est selon l’art. 2, f) de la Loi, le créancier qui est à la fois sursitaire et propriétaire d’un bien meuble corporel qui n’est pas en sa possession et qui fait office de garantie (à savoir le vendeur bénéficiaire d’une clause de réserve de propriété et le donneur de leasing).

47. Voy. A. CLOQUET, “Les concordats et la faillite” in *Les Nouvelles*, T. IV, *Droit commercial*, 3<sup>ème</sup> éd., Larcier, 1985, p. 201, n°s 638 et 639; P. VAN OMMESLAGHE, “Etude” in *L’entreprise en difficulté*, Ed. du Jeune Barreau, 1981, pp. 455 et s., n° 19.

48. A. CLOQUET, *o.c.*, p. 256, n°s 840 et s.

49. P. VAN OMMESLAGHE, *o.c.*, Ed. du Jeune Barreau, 1981, p. 455.

50. J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, T. IV, Bruylant, 1965, n° 2934.



le concordat judiciaire ni les principes généraux ne paraissent restreindre la nature et l'objet des propositions concordataires à de simples mesures de moratoire. Ainsi, *“des mesures de réorganisation très diverses peuvent se justifier selon les circonstances et, dès lors que la loi ne les écarte ni expressément ni implicitement, on n'aperçoit pas pourquoi il faudrait limiter les propositions concordataires à l'octroi de délais ou à des remises conditionnelles et partielles de dettes. Dès lors que les créanciers acceptent l'opération à des majorités importantes [...] et que le tribunal y ajoute sa propre appréciation, l'intérêt général commande une grande souplesse dans le choix des solutions possibles dès lors que la loi ne prohibe nullement cette souplesse”*<sup>51</sup>.

La même controverse (et les mêmes arguments) a donc également concerné les propositions concordataires visant à un apport de créances au capital de la société débitrice, lequel implique une modification plus substantielle encore des droits des créanciers que la cession obligatoire des créances.

Pour les raisons indiquées ci-avant, MM. Van Ryn et Heenen considèrent comme inacceptables des propositions impliquant la conversion des créances en actions. Citant Ripert et Roblot, MM. Van Ryn et Heenen estiment que cette opération ne peut être imposée aux créanciers car elle transforme le titre juridique de la créance, en appelant le créancier à devenir un associé soumis aux aléas de l'entreprise<sup>52</sup>.

Au contraire, d'autres auteurs (et tribunaux homologuant des propositions concordataires prévoyant la conversion des créances en actions) admettent sans difficulté que le débiteur remette à ses créanciers des actions au pro rata du montant de leurs créances<sup>53</sup>.

Ces auteurs précisent que la société a le plus grand choix pour libeller ses propositions concordataires, *“pourvu que le traité soumis aux créanciers ne soit contraire ni à leur intérêt ni à l'intérêt public. Il n'y a pas d'autres limites”*<sup>54</sup>. Frédéricq relève ainsi que si généralement les propositions se réduisent à une remise partielle de dette, l'octroi de termes et délais ou à un abandon d'actif, il n'est

pas interdit de changer la nature des créances et de proposer de transformer des sommes liquides en des droits différents, et de prévoir que les créanciers recevront en lieu et place des sommes d'argent originaires dues, des actions de société, soit que la société débitrice procède elle-même à une augmentation de capital par l'apport de ces créances, soit qu'elle se liquide et apporte son avoir à une société nouvelle, dont les titres sont remis aux créanciers<sup>55</sup>. Ces transformations sont selon eux licites et de nature à servir l'intérêt général des créanciers, quand la majorité les a acceptées.

Concernant l'augmentation de capital opérant l'apport de créance, laquelle doit être constatée par un acte authentique, le professeur Van Ommeslaghe précisait que les propositions concordataires doivent – au besoin – prévoir *“la désignation d'un mandataire obligatoire qui représentera les souscripteurs défailants ou opposants lors de cette opération”*<sup>56</sup>.

Sur la base des considérations qui précèdent et dès lors que la Loi elle-même prévoit expressément en son article 49 la possibilité de proposer dans le plan la conversion de créance, sans plus de précision, nous devons considérer qu'un créancier sursitaire “ordinaire” peut se voir contraint de convertir sa créance en participation dans le capital de la société débitrice.

Dans l'hypothèse où le tribunal de commerce homologue le plan voté par la majorité des créanciers<sup>57</sup>, le créancier qui est contraint par la majorité de convertir sa créance en capital disposera toutefois de la faculté de faire appel du jugement d'homologation<sup>58</sup>.

Notons à ce titre que les mesures proposées dans le plan de réorganisation doivent être raisonnablement justifiées, particulièrement lorsqu'il est prévu un règlement différencié de certaines catégories de créanciers. Le plan ne peut en effet contrevenir aux principes d'égalité et de non-discrimination<sup>59</sup>.

Les créanciers se trouvant dans la même situation doivent en effet être traités de la même manière. Les distinctions les concernant ne peuvent être arbitraires et doivent être

51. P. VAN OMMESLAGHE, *o.c.*, Ed. du Jeune Barreau, 1981, p. 456.

52. J. VAN RYN et J. HEENEN, *o.c.*, Bruylant, 1965, n° 2844.

53. Comm. Turnhout 30 juin 1980, RPS 1981, n° 6140; A. CLOQUET, *o.c.*, Larcier, 1985, p. 201, n° 638; P. VAN OMMESLAGHE, *o.c.*, Ed. du Jeune Barreau, 1981, p. 457; L. FRÉDÉRICQ, *Traité de droit commercial belge*, T. VIII, Fechey, 1949, n° 794.

54. L. FRÉDÉRICQ, *o.c.*, Fechey, 1949, n° 794.

55. *Ibid.*

56. P. VAN OMMESLAGHE, *o.c.*, Ed. du Jeune Barreau, 1981, p. 459; Comm. Turnhout 16 septembre 1980, RPS 1981, n° 6141.

57. Prévoyant le cas échéant la désignation d'un mandataire *ad hoc* en vue de comparaître à l'assemblée générale de la société statuant sur l'augmentation de capital et de souscrire aux nouvelles actions au nom et pour compte du créancier (si celui-ci venait à être défailant).

58. Conformément à l'art. 56 de la Loi, l'appel ne sera toutefois pas suspensif.

59. A. ZENNER, *La nouvelle loi sur la continuité des entreprises*, Anthemis, 2009, p. 126.

susceptibles de justification raisonnable et équitable<sup>60</sup>.

La majorité des créanciers est ainsi tenue de respecter l'égalité entre créanciers et ne pourrait abuser de sa position pour contraindre un créancier à convertir sa créance en capital sans justification quant au caractère particulier de la mesure.

Le principe de proportionnalité doit par ailleurs se superposer au principe d'égalité, de sorte qu'une inégalité de traitement devrait être liée à une différence de position susceptible d'être justifiée objectivement, dans un rapport d'adéquation raisonnable aux fins légitimes recherchées<sup>61</sup>.

3. Tel que décrit sous la Section 3, et nonobstant l'approbation de la conversion de la créance par la majorité des créanciers et l'homologation du plan par le tribunal, la conversion de la créance en capital devra faire l'objet d'une augmentation de capital décidée par l'assemblée générale des actionnaires de l'emprunteur (à moins que le conseil d'administration ne puisse procéder à une telle augmentation par la procédure du capital autorisé et se passer, en conséquence, de devoir convoquer les actionnaires).

La prudence recommande donc que, pour pareille mesure, le conseil d'administration s'assure de la position des actionnaires au préalable de sorte à éviter un vote contraire au cours de l'assemblée générale d'augmentation de capital. Il est par ailleurs, a priori, recommandé aux administrateurs de prévoir dans le plan une mesure de substitution à la conversion de créance dans l'hypothèse

où, pour une raison quelconque (et sans doute théorique), les actionnaires ne devaient pas suivre la décision d'augmentation de capital.

## Conclusion

On constate au cours de ces dernières années qu'à l'occasion de restructuration de crédit d'importants groupes européens, une technique parmi les solutions privilégiées a consisté à convertir tout ou partie des créances importantes en capital de l'emprunteur.

La décision de convertir la dette en capital est une décision de pure opportunité commerciale et financière, devant être considérée, tant par l'emprunteur que par le prêteur, comme une option non négligeable à la renégociation ou à la dénonciation des contrats de crédit "défaillants". Elle induit évidemment à ce titre d'importantes négociations commerciales, portant notamment sur le nombre et la catégorie des actions à émettre et le niveau de contrôle et d'intervention du prêteur dans le fonctionnement de la société après la conversion.

La conversion de dette en capital pourrait également connaître un essor nouveau en Belgique dans le cadre de la nouvelle loi sur la continuité des entreprises, par son intégration dans les plans de réorganisation soumis à l'approbation des créanciers. Le créancier concerné par une mesure contraignante de conversion de créance en capital devrait toutefois pouvoir s'y opposer sur la base, notamment, des principes de proportionnalité, d'égalité de traitement et de non-discrimination.

60. *Ibid.*, p. 133.

61. 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" in *Hommage à Pierre Van Ommeslaghe*, Bruylant, 2000, p. 397.