



La caractérisation de la faute de gestion du fait d'une remontée excessive de dividendes dans le cadre d'un *LBO*

Résumé : Commet une faute de gestion le dirigeant qui, dans le cadre d'un *LBO*, procède à une remontée de dividendes conduisant à une insuffisance d'actif de la société-cible.



Thomas Bouton

Etudiant en Master 1 Droit bancaire et financier de l'Université du Mans



Marie Lasnier

Etudiante en Master 2 Droit bancaire et financier de l'Université du Mans

Cass. com. 9 sept. 2020, n°18-12.444 (Cassation partielle)

Pour la première fois, la Cour de cassation semble manifester une certaine hostilité à l'encontre d'un mécanisme phare de l'ingénierie sociétaire et financière que d'aucuns qualifieraient de « vampirisme financier »¹ : l'acquisition de société avec effet de levier (*Leverage Buy-Out* ou *LBO*).

Le *LBO* consiste en l'acquisition d'une société non-cotée, dite « société cible », par une *holding ad hoc*, communément appelée « *holding d'acquisition* ». Ce mécanisme repose sur une logique singulière : la société cible supporte *in fine*, au moins partiellement, le coût de sa propre acquisition. La maximisation du TRI² d'acquisition concourt à ce que la *holding* ne détienne en général que très peu de fonds propres et contracte une dette pour acquérir les titres de la cible. Cette dette est remboursée par la remontée des *cash flow* de la société cible vers la *holding* d'acquisition grâce notamment à une remontée de dividendes exceptionnels³ voire par le mécanisme plus pernicieux de la fusion rapide.

C'est dans le cadre d'une telle opération que la Chambre commerciale a reconnu dans la présente décision l'existence d'une faute de gestion de la part du dirigeant de la société cible du fait d'une remontée excessive de dividendes, engageant ainsi sa responsabilité pour insuffisance d'actif de la cible placée en procédure collective. Cette décision ouvre ainsi la critique des *LBO* agressifs dont le mur de la dette devient insoutenable.

En l'espèce, la société *Intergestion*, une société anonyme à conseil d'administration, est cédée au fonds d'investissement *Finadvanc*e au moyen d'une opération de *LBO* en 2006. Pour ce faire, une *holding d'acquisition*, la société *Interges*, est créée. Dans un premier temps, la société-cible est dirigée par le président d'*Interges*, la *holding Interges* et la société *Finadvanc* *Associés*. Suite à sa transformation en société par actions simplifiée, la société-cible est présidée par la *holding Interges*. Finalement, la société-cible est mise en redressement puis liquidation judiciaires en 2010.

Les liquidateurs judiciaires assignent les dirigeants de la société-cible ainsi que, le cas échéant, leurs représentants, en responsabilité pour insuffisance d'actif et en prononcé d'une

mesure de faillite personnelle s'agissant des personnes physiques.

La Cour d'appel de Nancy, dans un arrêt du 20 décembre 2017, fait droit à la demande des liquidateurs de la société-cible et juge que le président d'*Interges*, *Finadvanc* *SA* et *Finadvanc* *Associés* ont, en qualité de dirigeants de droit, commis des fautes de gestion ayant contribué à l'insuffisance d'actif de la société-cible sur le fondement de l'article L. 651-2 du Code de commerce. Selon la Cour d'appel de Nancy, la faute de gestion des dirigeants résulte de la remontée de dividendes de la société *Intergestion* vers la société *Interges*, caractérisant la poursuite par les dirigeants d'une activité déficitaire. Elle les condamne en conséquence solidairement au titre de la contribution à l'insuffisance d'actif et prononce une mesure de faillite personnelle à l'encontre du président de la *holding*. Les dirigeants forment un pourvoi en cassation.

La Chambre commerciale de la Cour de cassation, rendant un arrêt de cassation partielle, rejette néanmoins le pourvoi du président d'*Interges* sur ce point et conforte l'analyse de la Cour d'appel de Nancy concernant la faute de gestion des dirigeants du fait de la remontée des dividendes. Elle énonce que la décision de verser les dividendes doit être prise « *au regard de la situation de l'entreprise et de sa trésorerie, quand bien même ces dividendes devraient être affectés dans le cadre d'une opération de LBO* ».

Par un attendu qui ne manquera pas d'intriguer, la Cour de cassation fait fi de l'argument du président de la *holding* selon lequel une opération de *LBO* implique nécessairement cette remontée des dividendes dès lors que ceux-ci sont affectés au remboursement de la dette d'acquisition. Elle sonne *de facto* le glas de l'inconditionnelle licéité des remontées de dividendes destinées à rembourser la dette d'acquisition. Désormais, celles-ci ne peuvent être décidées qu'à condition que la situation de l'entreprise et de sa trésorerie le permette.

C'est un arrêt devant inviter les parties prenantes à une opération de *LBO* à d'autant plus de prudence qu'il est novateur. C'est en effet la première fois que la Cour de cassation statue en ce sens. *A contrario*, la Chambre commerciale retenait notamment en 2014⁴ que ne commettaient pas de faute de

¹ J.-P. BERTREL, « Acquisition de contrôle et « vampirisme financier » », *Dr. & patr.*, janv. 1993, n° 1, p. 52.

² Taux de rendement interne

³ R. MARTY, « Mutualisation des sûretés ou cross-collateralization lors des opérations de *LBO* et des financements de groupe », *RD banc. fin.*, n°3, mai-juin 2019, p. 10.

⁴ Cass. com. 16 déc. 2014, n°13-25.028.



gestion les dirigeants de la société-cible d'un montage *LBO* qui, malgré les mesures de restructuration, n'ont pu redresser la cible en raison des remontées de dividendes exigées par la *holding*.

Dès lors, à travers le prisme de l'action en insuffisance d'actif, c'est bien la remontée excessive de dividendes que la Cour de cassation semble condamner en filigrane dans cet arrêt.

Tout le succès d'une opération de *LBO* repose sur la capacité de la société cible à procéder aux remontées de *cash flow*, laquelle est minutieusement étudiée lors de la phase préparatoire du *LBO* au travers des audits.

D'un point de vue strictement financier, il est légitime que les investisseurs cherchent à maximiser la remontée des dividendes. Toutefois, d'un point de vue juridique, quand bien même la finalité d'une société consiste dans le partage des bénéfices de la société entre les associés⁵, il n'en demeure pas moins que cette société doive être gérée dans son intérêt social⁶. Certains auteurs avaient auparavant déjà remis en cause la licéité de ces remontées inconditionnées de dividendes en raison d'une possible contrariété à l'intérêt social de la cible⁷.

Il peut, en effet, paraître singulier qu'une société, ayant vocation à réaliser son objet social, procède à une distribution systématique de ses dividendes sans jamais mettre en réserve les bénéfices qu'elle a pu réaliser. Même si distribution des dividendes et réalisation de l'objet social ne sont pas antinomiques, l'activité de la société peut se trouver, sinon cristallisée, du moins indubitablement ralenti lorsque la remontée de dividendes est excessive. L'effet pervers du mécanisme de *LBO* apparaît alors : plus la société est en bonne santé financière, plus les remontées de dividendes sont importantes. Plus les remontées de dividendes sont importantes et plus le risque d'insuffisance d'actif est susceptible de poindre et avec lui, l'ouverture d'une procédure collective. Le *LBO* est une opération qui peut être vertueuse pour une société en y insufflant une nouvelle dynamique commerciale, financière ou

d'investissements notamment en modifiant le *management* de celle-ci. Pour autant, cette technique lorsqu'elle opère un effet de levier excessif en raison d'un endettement trop important conduit à ce que la société cible s'épuise par des remontées de dividendes excessives.

Le mécanisme du *LBO* n'est pas sans rappeler celui du *Leveraged recapitalization* ou *Leveraged recap*, lequel repose sur un nouvel endettement de la société, par hypothèse en bonne santé financière, dans l'unique but de rémunérer plus amplement les associés par le biais d'une distribution de dividendes. Cette opération fut l'objet de critiques d'une partie de la doctrine en raison de sa finalité exclusivement financière : la dette nouvellement contractée ne répond à aucun besoin d'exploitation ou perspective d'investissement mais uniquement à un objectif de maximisation des dividendes et donc du taux de rendement interne⁸.

La conformité à l'intérêt social peut d'autant plus susciter le doute dans une opération de *leveraged recap*. « *Est-ce bien la vocation d'une entreprise que de souscrire un engagement de crédit dans le seul but de verser les fonds reçus aux investisseurs ?* »⁹.

À l'encore, une telle pratique condamne à terme la propension de la cible à se développer et amenuise ses capacités d'emprunt en cas de difficultés. Le transfert de risque opéré par le *leveraged recap* des actionnaires à la société fait directement peser sur elle le risque d'ouverture d'une procédure collective.

En outre, un débat éthique profond entoure assurément l'opération de *LBO* et *a fortiori* le *leveraged recap*. Les conséquences économiques et sociales de ce système de maximisation du rendement de la cible peuvent paraître contraires à ce qui constitue le fondement même de la constitution d'une société : l'intérêt social. Pour la première fois, la Chambre commerciale semble prendre part à ce débat en se positionnant en désaccord marqué avec une mise en œuvre excessive de ces mécanismes d'ingénierie financière.

⁵ C. civ., art. 1832.

⁶ C. civ., art. 1833.

⁷ J.-P. BERTREL, « Les pactes entre la holding de reprise et la « cible » dans un *LBO* », *Dr. & Patr.*, nov. 2009, n°186.

⁸ P. THOMAS, « Les opérations de *leveraged recap* », *RD banc. fin.*, janv.-févr. 2020, n°1.

⁹ P. THOMAS, préc., n°7.