

ARUC
INNOVATIONS
TRAVAIL ET EMPLOI

**FINANCIARISATION
DE L'ENTREPRISE ET
PRISE DE CONTRÔLE DES
ACTIFS SOUS LA LACC:
UNE ÉTUDE DE CAS
DANS L'INDUSTRIE
FORESTIÈRE**

JOSÉE CÔTÉ
FRÉDÉRIC HANIN
FRANÇOIS L'ITALIEN

Équipe de recherche constituée de :
Philippe Bergeron
Luc Bouthillier
Josée Côté
Frédéric Hanin
Paul-André Lapointe
François L'Italien
Pierre Thibault

Avril 2014



**UNIVERSITÉ
LAVAL**

**Alliance de recherche
universités-communautés
Innovations, travail et emploi**

FINANCIARISATION DE L'ENTREPRISE ET PRISE DE CONTRÔLE DES ACTIFS SOUS LA LACC : UNE ÉTUDE DE CAS DANS L'INDUSTRIE FORESTIÈRE

par

JOSÉE CÔTÉ, FRÉDÉRIC HANIN ET FRANÇOIS L'ITALIEN

Équipe de recherche constituée de :

Philippe Bergeron, Luc Bouthillier, Josée Côté, Frédéric Hanin, Paul-André Lapointe, François L'Italien
et Pierre Thibault

Avril 2014

Il est possible d'avoir accès à plusieurs documents de l'ARUC – *Innovations, travail et emploi* ainsi que la liste des ouvrages publiés à l'adresse suivante :
<http://www.aruc.rtl.ulaval.ca/>

Cahiers de l'Alliance de recherche universités-communautés (ARUC)
Cahier de transfert CT-2014-002

**« Financiarisation de l'entreprise et prise de contrôle des actifs sous la LACC :
une étude de cas dans l'industrie forestière »**

Josée Côté, Frédéric Hanin et François L'Italien

Équipe de recherche constituée de : Philippe Bergeron, Luc Bouthillier, Josée Côté, Frédéric Hanin,
Paul-André Lapointe, François L'Italien et Pierre Thibault

© ARUC – *Innovations, travail et emploi*, Université Laval, septembre 2014
Tous droits réservés

ISBN 978-2-923619-68-6 (Version PDF)

Dépôt légal - Bibliothèque et Archives nationales du Québec, 2014

Dépôt légal - Bibliothèque et Archives Canada, 2014



UNIVERSITÉ
LAVAL

Alliance de recherche
universités-communautés
Innovations, travail et emploi

PRÉSENTATION DE L'ARUC-*INNOVATIONS, TRAVAIL ET EMPLOI*

L'ARUC – *Innovations, travail et emploi* est une alliance de recherche permettant de mieux comprendre les innovations en milieu de travail et leurs conditions associées, soit la formation et les protections sociales, en vue de contribuer à une amélioration des performances économiques et sociales.

Dans le contexte actuel de la mondialisation, de la financiarisation, des nouvelles technologies et de l'économie du savoir, les sociétés québécoise et canadienne sont contraintes à l'innovation dans la production des biens et des services, y compris dans l'administration publique. Toutefois, ces innovations ne peuvent porter fruit sans l'accès à une main-d'oeuvre en santé, qualifiée et flexible, bénéficiant d'une sécurité d'emploi et de revenu. Telle est la préoccupation centrale de l'ARUC – *Innovations, travail et emploi*.

Bénéficiant d'un soutien financier du Conseil de recherche en sciences humaines du Canada (CRSH) pour une période de cinq ans (2010-2015), cette Alliance de recherche universités-communautés, localisée au Département des relations industrielles de l'Université Laval, réunit les principaux chercheurs et acteurs du monde du travail et de l'emploi au Québec. Elle fait appel à un vaste réseau de partenaires appartenant autant aux milieux patronal, syndical, gouvernemental que communautaire, et a pour objectif de mieux comprendre les innovations, la formation et les protections sociales et d'agir sur ces dernières.

Une approche novatrice en recherche misant sur le partenariat

L'ARUC – *Innovations, travail et emploi* aspire au développement d'un véritable partenariat entre les chercheurs et les acteurs du monde du travail et de l'emploi qui sont interpellés par les innovations dans les milieux de travail et dans le domaine des politiques publiques de l'emploi de même que par l'amélioration de la capacité des intervenants à développer des stratégies efficaces de mise en oeuvre de ces innovations. À cet effet, elle veut maximiser le partage des compétences et des connaissances acquises et développées de part et d'autre par les chercheurs et les acteurs du monde du travail et de l'emploi au Québec. Enfin, l'ARUC souhaite aussi offrir aux étudiants un environnement de formation stimulant leur permettant de développer une expertise de recherche et de pratique adaptée aux nouvelles réalités du travail et de l'emploi.

Un vaste programme de recherche

Les changements structurels actuellement en cours soulèvent de nombreux défis dans le monde du travail et de l'emploi. La mondialisation, la financiarisation des entreprises, le progrès soutenu des nouvelles technologies et le développement de l'économie du savoir représentent autant de facteurs qui incitent les organisations productives de biens et de services ainsi que les organismes publics à innover tant dans leurs pratiques de gestion du travail et de l'emploi que dans les politiques publiques censées les encadrer. La nature de ces innovations sociales, le processus de leur diffusion et leur impact sur les conditions de travail et d'emploi sont au coeur des préoccupations qui animent l'ARUC – *Innovations, travail et emploi* dont les travaux de recherche s'articulent autour de cinq objets : les caractéristiques du travail contemporain, la diversité de la main-d'oeuvre, les formes de représentation, la qualité du travail et de l'emploi et le processus de diffusion des innovations. Dans ses travaux, l'ARUC – *Innovations, travail et emploi* fait appel à la recherche partenariale.



Alliance de recherche
universités-communautés
Innovations, travail et emploi

Caractéristiques du travail contemporain : Cet objet de recherche porte sur les contextes et les caractéristiques du travail contemporain. Dans un contexte de large diffusion des TIC et de formes nouvelles d'organisation et de gestion du travail faisant appel à une responsabilisation accrue des travailleurs, nos préoccupations concernent notamment les questions d'autonomie au travail, de qualifications du travail et de formation. Alors que le travail atypique est en voie de devenir la norme, de nouveaux enjeux relatifs à l'employabilité, à la formation et aux protections sociales revêtent une importance cruciale. Pendant que le travail de « prendre soin » (le care) représente enfin une part croissante de l'emploi, les problèmes de santé psychologique au travail, en particulier chez les infirmières, prennent des proportions endémiques.

Diversité de la main-d'oeuvre : Cet objet de recherche privilégie l'étude de la diversité de la main-d'oeuvre au regard de ses caractéristiques sociodémographiques, de son statut d'emploi ainsi que de la qualité de ses conditions de travail et d'emploi. Une attention particulière sera accordée aux rapports de genre, à l'intégration de la main-d'oeuvre immigrante, à la gestion du vieillissement en emploi et à l'insertion des jeunes en emploi. Sur le plan des innovations, il sera question de la gestion démocratique et équitable de la diversité et des nouveaux dispositifs susceptibles d'assurer un meilleur arrimage entre l'employabilité et la sécurisation des trajectoires professionnelles.

Formes de représentation : Dans le contexte du plafonnement, voire du déclin, des formes traditionnelles de représentation, cet objet de recherche traite du renouvellement des formes actuelles de représentation et de l'émergence des formes nouvelles afin de mieux répondre aux réalités, aux aspirations et aux besoins des catégories de travailleuses et de travailleurs déjà représentés et aux catégories croissantes de ceux qui ne le sont pas. Sur le plan des innovations, il sera question d'étudier celles qui sont les plus susceptibles de favoriser l'action collective et d'améliorer, en conséquence, les conditions de travail et d'emploi, en accordant une attention spécifique aux politiques relatives à l'émergence de nouveaux droits sociaux.

Qualité du travail et de l'emploi : Cet objet de recherche s'intéresse à l'évolution de la qualité du travail et de l'emploi au cours des dernières décennies qui ont suivi la fin du fordisme. Il concerne plus particulièrement les conditions d'emploi (la rémunération, la sécurité d'emploi, les protections sociales et, plus spécifiquement les régimes de retraite, la conciliation travail/famille et les perspectives de carrière) et de travail (l'autonomie, les qualifications, l'intensité, la santé et la sécurité du travail ainsi que les conditions de réalisation du travail). Il porte également sur les facteurs associés à cette évolution : organisation du travail, pratiques de gestion des ressources humaines, politiques publiques et dynamique des relations du travail (sur le plan micro, dans les milieux de travail et, sur le plan macro, au regard de l'équilibre du rapport de forces entre les acteurs).

Processus de diffusion des innovations : Cet objet de recherche accorde une grande importance à la compréhension des dynamiques d'émergence et de diffusion des innovations sociales et des changements institutionnels. En effet, la nature des innovations sociales, leur contribution à la solution des problèmes, leur potentiel d'amélioration des situations ainsi que les facteurs associés à leur diffusion divergent selon les acteurs concernés. La dynamique des relations de pouvoir entre les acteurs sociaux, l'état du dialogue social et la capacité d'arriver à des compromis représentent en conséquence des dimensions primordiales à considérer afin de mieux comprendre les conditions favorables et les obstacles à la diffusion des innovations sociales et des changements institutionnels.

Paul-André Lapointe, Université Laval
Co-direction de l'ARUC – *Innovations, travail et emploi*

Lucie Tessier, SFPQ et Louis Tremblay, ministère du Travail
Co-direction par interim de l'ARUC – *Innovations, travail et emploi*

Table des matières

Introduction	1
<hr/>	
1. Le cadre d'analyse : la financiarisation de la firme dans le capitalisme américain	3
<hr/>	
2. L'étude de cas	7
2.1 Le capital financier	7
2.1.1 Le financement intérimaire, une porte d'entrée pour la prise de contrôle des actifs	10
2.2 Le capital commercial	12
2.2.1 Le contrôle de la liquidité par les frais de gestion	12
2.2.2 Les liquidités découlant de la vente des actifs	13
2.2.3 Les liquidités tirées des relations commerciales	15
2.3 Le capital culturel et les liquidités issues des relations sociales	17
<hr/>	
3. Discussion des résultats	21
3.1 Les recommandations du contrôleur financier	21
3.2 Les éléments de contre-expertise	23
3.3 L'éthique sociale des restructurations sous la LACC et les rapports entre le droit et l'économie	24
<hr/>	
Conclusion	27
<hr/>	
Bibliographie	29
<hr/>	

Liste des tableaux

Tableau 1 : Une typologie des principaux créanciers de l'entreprise de plus d'un million de dollars	7
---	---

Liste des graphiques

Graphique 1 : Répartition des frais de direction du groupe au Québec pendant la restructuration sous la LACC	12
Graphique 2 : La répartition des coûts d'opération pour les usines du groupe au Québec	16

Liste des figures

Figure 1 : Le musée de la fondation Brant	18
---	----

Josée Côté, étudiante à la maîtrise. Département de relations industrielles, Université Laval

Frédéric Hanin, professeur. Département de relations industrielles, Université Laval

François L'Italien, Institut de recherche en économie contemporaine (IRÉC), et professeur associé, Département de sociologie, Université Laval.

RÉSUMÉ

Le texte s'intéresse à l'analyse de la restructuration de l'entreprise Papiers White Birch afin de montrer qu'elle est typique de la financiarisation d'un modèle de capitalisme américain et que les caractéristiques de ce modèle entre en contradiction avec les règles juridiques qui encadrent les restructurations au Canada sous la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies (LACC). Alors que l'on présente souvent les restructurations comme un moment de réflexion collective sur l'avenir de la firme et son modèle d'affaire afin d'améliorer ses performances économiques, nous montrons que les restructurations peuvent être au contraire un élément de la reproduction de la domination financière sur le modèle d'affaire industriel, au détriment principalement des salariés actuels et des retraités. C'est donc la contradiction entre la nature du contrôle financier de la propriété et les objectifs industriels qui explique l'incapacité à penser la reconversion industrielle en situation de restructuration. De ce point de vue, la critique de la LACC qui est apportée ici est de nature politique car il s'agit de la capacité du Droit à réguler les rapports sociaux de production et d'échange.

Mots clés : Private Equity, financiarisation, restructuration, information financière, éthique¹.

1. Nous tenons à remercier les membres de l'équipe de recherche du GRÉFOR qui travaille sur le projet financé par l'ARUC-Innovations, travail et emploi ainsi que Travis Fast pour ses commentaires et son aide. Une version courte du texte a été présentée au congrès de l'AFEP à Bordeaux en juillet 2013. Les erreurs et omissions qui pourraient demeurer sont cependant de la responsabilité des auteurs.

Une version courte du texte a été présentée au congrès de l'AFEP à Bordeaux en juillet 2013. Les erreurs et omissions qui pourraient demeurer sont cependant de la responsabilité des auteurs.

Introduction

Le débat sur l'impact des fonds d'investissement sur l'emploi et le bien-être collectif continue d'être d'actualité même après la crise financière de 2008. D'un côté, les fonds d'investissement sont considérés comme un maillon essentiel de l'activité économique en contribuant à l'amélioration de la performance des entreprises et à l'augmentation des emplois (Amess et al., 2008; Achleitner et Klöckner, 2008; Watt, 2008; Davis et al., 2011; Bacon et al., 2010; Pagano et Pica, 2012). D'un autre côté, les acteurs syndicaux ont présenté depuis le milieu des années 2000 les impacts négatifs pour l'emploi et les salaires, de l'intervention de ces fonds dans les entreprises, notamment en ce qui concerne la survie des régimes de retraite (GMB, 2007; Lambert et al., 2012). C'est donc la question de la régulation du comportement des acteurs eux-mêmes qui est posée, davantage que la question de la régulation des marchés.

Ce texte s'intéresse à l'analyse de la restructuration de l'entreprise Papers White Birch (PWB) afin de montrer, d'une part, qu'elle est typique de la financiarisation du modèle américain de capitalisme familial. D'autre part, notre analyse démontre que la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies² (LACC) se présente comme un outil au service des propriétaires, du prêteur intérimaire et des créanciers majoritaires, laissant peu de capacités réelles et de protection pour les parties les plus vulnérables impliquées par la restructuration de l'entreprise, soit certaines catégories de créanciers ainsi que les salariés et les retraités.

L'enjeu éthique de la recherche concerne l'analyse de la firme par le contrôleur³ dans le cadre de la LACC. Nous montrons l'importance de son rôle quant à la construction de l'image de la firme présentée devant la Cour et la mission qui lui incombe en regard des acteurs les plus vulnérables dans le processus de restructuration.

L'enjeu scientifique de la recherche porte sur l'analyse de la financiarisation, sous l'angle du poids des créanciers dans les décisions « industrielles » (Duhaime et al., 2009; 2011; 2012). La financiarisation du modèle d'affaires se manifeste par la recherche de liquidités à partir du contrôle des trois formes d'actifs intangibles du « going concern » (Commons, 1934). Le capital financier connaît un processus de financiarisation à travers la présence de fonds d'investissements privés et l'utilisation de produits financiers avec un fort effet de levier. Le capital commercial est transformé en flux financiers à travers le versement de frais de gestion qui sont indépendants du niveau de l'activité industrielle ou des résultats économiques de l'entreprise. Le capital social devient un actif financier dès lors que les produits culturels ou les relations sociales peuvent servir à lever des capitaux.

-
2. L.R.C. (1985), c. C-36. « La Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies (LACC) est une loi fédérale autorisant les entreprises insolubles qui doivent plus de cinq millions de dollars à leurs créanciers à restructurer leurs affaires et leurs finances. La LACC a pour objectif premier de permettre aux entreprises ayant des difficultés financières d'éviter la faillite, la forclusion ou la saisie de leurs biens tout en optimisant le rendement pour leurs créanciers et en préservant les emplois ainsi que la valeur de l'entreprise en lui permettant de poursuivre ses activités. Les procédures déposées sous le régime de la LACC sont menées à bien sous la supervision du tribunal. » (Bureau du Surintendant des Faillites Canada, 2012).
 3. « Le contrôleur est un syndic titulaire d'une licence délivrée par le Bureau du surintendant des faillites et nommé par le tribunal dans l'ordonnance initiale. En tant qu'officier de justice, le contrôleur doit surveiller les affaires et les finances de l'entreprise afin de s'assurer que cette dernière respecte la loi, les ordonnances du tribunal et les modalités du plan. Le contrôleur aide l'entreprise à préparer le plan, établit les rapports à l'intention du tribunal, fournit des informations aux créanciers relativement au processus de réclamation et aux assemblées des créanciers, etc., et supervise le vote au cours de l'assemblée, le cas échéant. Les rapports du contrôleur et autres documents publics doivent être affichés dans le site Web du contrôleur. » (Bureau du surintendant des faillites Canada, n.d.)

Le principal résultat de notre analyse du cas de l'entreprise Papiers White Birch est de montrer que le cadre juridique du processus de restructuration, parfaitement arrimé avec les objectifs des financiers dans le capitalisme américain, évacue les considérations sociales et la question de la reconversion industrielle. Alors que l'on présente souvent les restructurations comme un moment de réflexion collective sur l'avenir de la firme et son modèle d'affaires afin d'améliorer sa viabilité économique et financière, nous montrons que les restructurations peuvent être au contraire un élément de la reproduction du modèle d'affaires dans un capitalisme américain qui conçoit la restructuration comme un phénomène financier. C'est donc la contradiction entre la nature du contrôle de la propriété et les objectifs industriels qui explique l'incapacité à penser la reconversion industrielle en situation de restructuration. De ce point de vue, la critique de la LACC qui est apportée ici est de nature politique, car il s'agit de la capacité du Droit à réguler les rapports sociaux de production et d'échange.

Le second résultat de notre analyse porte sur la remise en cause de la définition du rôle du contrôleur, de sa mission et de son éthique professionnelle. Les acteurs n'ont d'autres possibilités que de se fier aux analyses de ce dernier. L'importance de son rôle lui confère une énorme responsabilité à l'endroit des parties les plus vulnérables dans le processus de restructuration. Cette responsabilité n'apparaît pas clairement assumée. Nous percevons des insuffisances qui méritent d'être approfondies en regard de l'examen de la situation de la firme et dans la représentation faite au juge.

La méthodologie de la recherche consiste en une étude de cas de type « critique » (Flyvberg, 2006), c'est-à-dire que nous voulons montrer l'insuffisance de la législation canadienne sur les restructurations en regard de la nature de l'organisation de la firme dans le capitalisme américain financiarisé. Si la démonstration peut être faite une fois dans les conditions « normales » des restructurations, alors il serait possible de reproduire ce résultat à partir de l'analyse d'autres études de cas. Par rapport aux recherches précédentes, notre apport consiste à analyser la financiarisation dans le cas d'une compagnie privée qui ne produit pas habituellement de documents publics sur son modèle d'affaires et ses résultats, *et qui n'a pas non plus de communications publiques entre les dirigeants et les créanciers*. Il est donc pratiquement impossible d'analyser de l'extérieur les sociétés privées, ce qui confère encore davantage de responsabilité au contrôleur. La procédure de la LACC offre ainsi une « fenêtre » sur le modèle d'affaires de la firme pour analyser ses dimensions et ses caractéristiques. Cependant, il faut demeurer conscient que cette opportunité d'analyse s'accompagne de contraintes particulières qui sont liées à la nature du processus juridique lui-même. Seules certaines informations sont accessibles et elles sont présentées sous une forme particulière qui correspond aux exigences de la loi. L'accès à des données n'est donc pas synonyme de transparence de l'information.

La première section expose le cadre d'analyse de la recherche sur la financiarisation des entreprises. La seconde section présente l'étude de cas à travers l'analyse des trois formes d'actifs (financier, commercial et culturel). La troisième section présente des éléments d'analyse critique de la législation canadienne actuelle.

1. Le cadre d'analyse : la financiarisation de la firme dans le capitalisme américain

Pour analyser les restructurations, il est nécessaire de faire une hypothèse sur la nature de la firme en général. Cette hypothèse est toujours présente, qu'elle soit explicite ou implicite. Se passer d'une telle hypothèse reviendrait à dire que la firme n'est pas un acteur mais un simple agent économique sans pouvoir de décision et qui ne fait que réagir à son environnement extérieur, ce que l'on appelle souvent le marché, ou encore, la conjoncture.

L'analyse de la firme dans le capitalisme américain n'est pas nouvelle dans la littérature universitaire. Plusieurs théories ont été avancées pour expliquer la nature de la régulation de la firme. On peut présenter la littérature sous la forme d'un continuum entre deux pôles : le marché et l'organisation. Du côté du marché, on trouve les théories qui font du capitalisme américain le modèle par excellence de la régulation par le marché. C'est le cas par exemple de l'analyse de Hall et Soskice (2001) ou encore d'Albert (1992). Du côté du pôle de l'organisation, on doit bien entendu citer les travaux de Berle et Means (1932) et de Chandler (1990) sur la firme managériale dans laquelle la séparation entre la gestion et la propriété de l'entreprise est au cœur de la croissance dans le capitalisme américain. Dans les deux cas, la régulation relèverait de structures sociales impersonnelles et définitives.

Une autre perspective, moins connue, a cependant été développée. Cette perspective, que l'on retrouve désignée sous le nom de « capitalisme familial » ou de « théorie des élites », considère que ni le marché, ni l'organisation ne sont des concepts satisfaisants pour rendre compte de la nature du contrôle de la propriété dans le capitalisme américain. En fait, selon cette approche, la régulation de la firme serait davantage entre les mains d'une élite économique, culturelle et financière, détenant le pouvoir de déterminer l'évolution de la structure et des stratégies des firmes, ainsi que leur position au sein des secteurs et des marchés. La spécificité du capitalisme américain viendrait justement de la capacité de groupes porteurs – notamment de certaines familles – à articuler ensemble ces différentes dimensions du contrôle, tout en respectant le droit des affaires et la législation sur la libre concurrence. À partir de cette littérature, on pourrait ainsi refaire l'histoire du capitalisme récent à travers ses différents « chapitres » : celui des Robber Barrons à la fin du XIXe siècle (Brandeis, 1914), celui des *trusts* dans les années 1930, celui du capitalisme monopoliste dans les années 1950 (Perlo, 1956), celui des capitaines d'industries dans les années 1970 (Chandler, 1968; Morin, 1974), celui des élites financières dans les années 1990 et 2000 (Useem, 1996; Dobbin et Zorn, 2005).

Pour l'analyse du cas de Papiers White Birch, nous faisons l'hypothèse selon laquelle le contrôle de cette entreprise relèverait précisément de cette élite économique et financière. Société au capital fermé, Papiers White Birch est en effet dirigée par une famille, la famille Brant, dont les membres sont intégrés à divers réseaux et cercles de l'élite économique, financière et culturelle américaine. Ces réseaux et cercles forment ensemble une toile de relations sociales sur la base desquelles la famille Brant, et éventuellement l'entreprise Papiers White Birch, peuvent capitaliser pour assurer leur puissance sociale et économique. Nous verrons en effet que l'analyse des rapports sociaux formels qui balisent l'économie capitaliste peut être enrichie de l'examen des relations propres aux cercles de socialisation des élites, ainsi que des actifs « intangibles » qu'elles charrient.

Pour mettre en œuvre l'analyse des restructurations, nous partons donc de l'hypothèse suivante :

La nature du pouvoir sur la firme et les emplois dans le capitalisme financiarisé vient de la capacité des détenteurs de capitaux à contrôler trois sources de liquidités du capital : les liquidités financières à travers les relations d'endettement; les liquidités sous la forme de frais de gestion et tirées des relations commerciales; les liquidités reliées aux relations sociales avec le monde des arts, des médias ou du luxe.

Cette hypothèse revient à dire que la firme, sous sa forme industrielle, est sous le contrôle d'une classe sociale de détenteurs de droits sur les liquidités et qui ne sont pas intéressés a priori par les questions de la production et de l'emploi, dans la lignée de ce que Veblen (1923) avait appelé « l'absence des propriétaires » (*absentee ownership*). Contrairement à la littérature contemporaine sur les restructurations, il n'y a pas nécessairement d'opposition d'intérêts entre les investisseurs et les propriétaires du capital puisqu'ils ont un objectif commun de contrôle des liquidités. Par contre, il existe un conflit structurel entre les détenteurs de capitaux (investisseurs et propriétaires) et les autres parties prenantes comme les travailleurs, les communautés locales, les fournisseurs, qui eux n'ont pas de contrôle sur le « circuit de la liquidité » en dehors d'outils juridiques (droit du travail ou droit des restructurations par exemple) ou collectifs (coopérative de travailleurs actionnaire par exemple). La question des restructurations est donc autant une question économique (la firme peut-elle poursuivre ses activités?) qu'une question sociale (comment partager les « coûts » de la restructuration?).

Afin de rendre possible l'analyse du cas de Papiers White Birch et de son modèle d'affaires, nous avons mobilisé l'un des principaux apports théoriques des travaux de Commons (1934) portant sur la nature du contrôle de la firme. Pour Commons, l'entreprise comprise comme *going business* peut être définie comme une structure de contrôle d'actifs tangibles fondée sur trois formes d'actifs intangibles : le capital financier à travers la capacité d'endettement; le capital commercial à travers la détermination des débouchés de la production; le capital culturel à travers la capacité à développer des relations avec le monde des arts, des médias ou du luxe. Chacune de ces formes de capital correspond à une dimension stratégique nécessaire pour la reproduction de la firme et se retrouvent impliquées dans les transformations actuelles de l'environnement de la firme qu'a induit le processus de financiarisation. Ainsi, le capital financier connaît un processus de financiarisation à travers la présence de fonds d'investissement privés et l'utilisation de produits financiers avec un fort effet de levier; le capital commercial est transformé en flux financiers à travers le versement de frais de gestion qui sont indépendants du niveau de l'activité industrielle ou des résultats économiques de l'entreprise; et le capital social devient un actif financier dès lors que les produits culturels ou les relations sociales peuvent servir à lever et mobiliser des capitaux. Si cette dernière dimension joue un rôle important dans le cas de l'entreprise Papiers White Birch, l'analyse du processus de restructuration a révélé l'importance décisive du capital financier dans le contrôle de la firme, aussi bien quant au poids qu'il a exercé sur les décisions du juge, que dans sa capacité à organiser et subordonner les autres dimensions de la firme.

Cela est clairement apparu en examinant la place occupée par le fonds d'investissement privé Black Diamond Capital. Spécialisé dans le placement privé, ce fonds s'est imposé dans le processus de restructuration comme créancier super-prioritaire à travers le prêt intérimaire⁴ et a appliqué les stratégies typiques du placement privé vis-à-vis des actifs de l'entreprise. « Typiques » puisqu'elles présentent des traits qui coïncident avec les nombreux

4. Le prêteur intérimaire se définit comme l'investisseur offrant un financement temporaire fournissant à la firme les liquidités nécessaires pour continuer ses opérations et couvrir les coûts du processus de restructuration jusqu'à la conclusion d'un arrangement avec ses créanciers. En anglais, on réfère au « *DIP Financing* » signifiant « *Debtor in possession Financing* ». Il s'agit du financement d'un débiteur demeuré en possession ou en contrôle de ses actifs (Leduc, 2005 : 555-557).

cas de restructurations d'entreprises impulsées par des firmes d'investissement privé depuis les années 1980 (Froud et Williams, 2007; Zorn et Dobbin, 2005). Ces firmes ont en quelque sorte initié le mouvement de financiarisation des grandes entreprises à partir de la fin du dernier siècle, en s'attaquant plus particulièrement aux conglomérats diversifiés qui étaient issus de la période d'après-guerre (Davis et al., 1994). Constituées au cours des années 1970 et 1980, ces sociétés d'investissement ont bénéficié de la perte de légitimité sociale de ces conglomérats pour se lancer dans leur acquisition. Leur stratégie de contrôle s'est essentiellement articulée autour de la séquence « acheter, restructurer, revendre » : après avoir identifié les conglomérats dont la valeur était jugée comme sous-évaluée, les firmes d'investissement procédaient à leur acquisition afin d'en extraire le maximum de valeur. Cet acte de naissance leur a procuré leur cœur de compétence, qui s'est maintenu depuis : ces firmes se spécialisent encore aujourd'hui dans l'évaluation et la restructuration d'entreprises, en fonction du capital financier « dormant » qu'elles sont susceptibles d'en extraire et de valoriser. Cette extraction est rendue possible à travers l'acquisition d'une firme, ou encore par le truchement de la relation débiteur – créancier. Dans les deux cas, la firme faisant l'objet du placement privé n'a qu'à présenter un potentiel de valorisation intéressant pour un investisseur pour être ciblée ; ainsi, alors même qu'une compagnie fait face à des difficultés financières importantes, une firme d'investissement privé est susceptible d'y trouver une source de rendement. Le cas de Papiers White Birch en offre ici un exemple éloquent.

L'extraction financière menée par le placement privé repose sur deux principales stratégies de valorisation : soit la vente d'actifs réputés excentriques vis-à-vis des activités principales de la firme, soit les restructurations industrielles et financières des actifs détenus par la corporation acquise (L'Italien, 2012). Ces restructurations ont d'importants impacts sur l'emploi et les conditions de travail des salariés. En plus des licenciements importants observés suite à l'arrivée des fonds d'investissement privé (Useem, 1996; Dobbin et Zorn, 2005), on peut constater que ces restructurations ont induit d'importantes asymétries, notamment entre les gestionnaires financiers et les salariés de l'entreprise. En effet, les gestionnaires du placement privé organisant les processus de restructuration ont plus souvent qu'autrement remporté leur mise, au détriment des salariés. Cela s'est constaté sur le plan des revenus, où l'expertise de ces gestionnaires a été rémunérée par des frais de services professionnels (*fees*) nécessaires à la restructuration. Les gestionnaires financiers détournent ainsi vers eux-mêmes une quote-part importante des flux de trésorerie de l'entité restructurée, même si cette dernière traverse des difficultés financières. De l'autre côté les salariés, devant composer avec les exigences de rationalisation et de compressions d'effectifs généralement imposées par les gestionnaires, ont bien souvent dû procéder à des concessions importantes, notamment au niveau des salaires et des conditions de travail (Useem, 1996).

La financiarisation des restructurations passe ici par le contrôle de la dette des entreprises et du contrôle que les investisseurs peuvent avoir sur le processus de la restructuration. L'une des stratégies d'investissement consiste à investir dans les compagnies en difficulté financière, sur le point de se restructurer ou ayant déjà déposé une demande de protection juridique pour fin de restructuration (*distress debt investing*). Certaines explications sont particulièrement révélatrices de l'ambition de ces fonds d'investissement.

“Sharpen your talons and prepare to feast on the weak and the dying. You'll need to think like a vulture as we enter the unforgiving world of distressed debt investing. In this world, investors specifically seek out companies that are performing poorly or are on the brink of bankruptcy. They then buy up the debt and take control. [...] The aim is to become a major creditor of the company by purchasing its bonds at a low price. This gives the buyer considerable power during either a reorganization or liquidation of the company, allowing the buyer to have a large say in what happens to the company” (Investopedia, 2011, 8 janvier).

La stratégie d'investissement consiste à s'impliquer directement auprès de l'entreprise en difficulté en lui offrant du crédit (Goldschmid, 2005; Investopedia, 2011, 8 février). En possédant la majeure partie de la dette de la compagnie, ces fonds arrivent à assister la direction souvent inexpérimentée au plan des restructurations. Si la manœuvre est délicate et présente un risque, elle peut s'avérer très lucrative. Les entreprises en difficulté se vendent à un prix bien en-deçà de leur valeur. À l'opposé, si la compagnie en restructuration s'avère viable, elle pourra être vendue à un prix considérablement supérieur. En cas de liquidation, les investisseurs présument que la valeur des actifs dépassera la valeur du marché.

La financiarisation des restructurations s'accompagne également de la montée d'acteurs spécialisés dans les montages juridiques (Dezalay, 1993). Ce sont des cabinets juridiques internationaux spécialisés dans le droit des affaires et plus précisément dans les procédures de restructuration et de faillite. Dans plusieurs pays comme en France ou au Canada, il existe même une association professionnelle des spécialistes dans ce domaine⁵. Au Canada, il existe un titre de professionnel agréé de l'insolvabilité et de la réorganisation ainsi qu'un programme pour obtenir la licence de syndic auprès du bureau du Surintendant des faillites. La mission de l'Association canadienne des professionnels de l'insolvabilité et de la réorganisation (ACPIR) est de : « former et appuyer ses membres dans la prestation de services-conseils en insolvabilité, en réorganisation et dans d'autres domaines connexes de manière à inspirer au public le plus haut degré de confiance; Préconiser l'administration de l'insolvabilité et de la réorganisation avec justice, transparence et efficacité partout au Canada »⁶. Nous reviendrons dans la section 3.1 sur les recommandations du contrôleur financier.

On parlera donc de financiarisation de la restructuration dès lors que les intérêts des acteurs financiers (et juridiques) deviennent hégémoniques, sont reconnus politiquement comme légitimes et que le cadre juridique n'est plus en mesure d'assurer une délibération collective sur l'avenir de l'entreprise dans une perspective de long terme. Il n'est donc plus possible de contester ou de modifier le processus de la restructuration d'une entreprise qui connaît des difficultés économiques.

5. Voir : <http://www.are.fr/>; http://www.cairp.ca/home/index_fr.php;

6. Voir : http://www.cairp.ca/_files/file.php?fileid=fileAPVHPHIAyj&filename=file_Presentation___CQP___FINAL_French_June_25_2011_GHoule_corrections_for_posting.ppt

2. L'étude de cas

L'analyse de la restructuration de la papetière White Birch démontre le poids des créanciers dans les décisions industrielles et la recherche des liquidités à travers les trois formes de capitaux présentées dans notre cadre théorique, à savoir le capital financier, le capital commercial et le capital culturel.

2.1 Le capital financier

L'analyse de la restructuration de la papetière White Birch illustre parfaitement la stratégie de prise de contrôle des actifs par investissement dans les firmes en détresse⁷. Les créanciers majoritaires, notamment le prêteur intérimaire (DIP), se présentent comme des acteurs ayant un fort contrôle sur la firme et l'issue de sa restructuration. Le contrôle de la dette avant la restructuration.

L'entrée sous la LACC s'explique avant tout par des motifs financiers. Le holding a de la difficulté à rencontrer ses obligations financières. Parmi les raisons évoquées par les propriétaires pour expliquer cette situation, notons d'abord la crise économique mondiale et la chute de la demande pour le papier journal en raison de l'engouement pour les moyens de diffusions électroniques⁸. Les pertes s'élevaient à 39,3 M\$ US en 2007 et à 80,1 M\$ US en 2008.

Le tableau 1 présente une typologie des principaux créanciers.

Tableau 1 : Une typologie des principaux créanciers de l'entreprise de plus d'un million de dollars

Créanciers	Montant
Private Equity	469 778 000
Fonds de pension et assurances collectives à la retraite	187 506 000
Banques et avances de crédit	136 034 000
Fournisseurs	21 308 000
Gouvernements, municipalités et entreprises publiques	45 595 000
Salaires et cotisations sociales	7 413 000
Total de l'échantillon	867 635 000

Source : Liste des créanciers au 24 février 2010 (révisée le 25 avril 2010).

Le montant de l'endettement de l'entreprise est substantiel en comparaison de la valeur courante des actifs qui est estimée à 508,268 millions de dollars. De plus, les créances sont détenues sur la société mère de la compagnie et sur l'ensemble des filiales (sociétés qui portent le nom des usines). Les créances portent sur plusieurs dimensions de l'activité de l'entreprise dont les salaires et les cotisations sociales, notamment. C'est donc un mode de fonctionnement de l'entreprise dans la gestion des usines.

7. Pour en savoir davantage sur l'historique de l'usine Stadacona de Québec et sur le déroulement de la restructuration de Papiers White Birch, consulter Hanin, F., Côté, J., Thibault, P., L'Italien, F., Lapointe, P.-A., et Bouthillier, Luc. (2013).

8. Voici l'opinion de Peter Brant : "This isn't a situation where there's a company that's badly managed. This is a situation where the price of newsprint went from 700 and some odd dollars a ton to \$420 a ton pretty quickly." (Segal, D. 2010, 23 janvier).

Parmi les principaux créanciers, les fonds de Private Equity sont largement dominants. Le fonds Black Diamond Capital Management (BDCM), qui est le principal créancier, gère 11 milliards de dollars d'actifs selon une philosophie d'investissement « alternative » qui consiste à bénéficier des fluctuations des marchés pour réaliser des gains en capital.

“Black Diamond Capital Management, L.L.C. is an independently owned credit focused alternative investment firm founded in 1995. It is experienced in both performing and distressed markets, investing across four complementary platforms: Control Distressed/Private Equity, Hedge Fund, Mezzanine Funds and CLOs and other structured vehicles. BDCM is a registered Investment Adviser that employs more than 80 people across multiple offices, including Greenwich, CT, Lake Forest, IL and London, England.” (Forestalk, 2012, 19 septembre)

Toute la « difficulté » pour ces fonds est de construire une stratégie d'entrée sous la LACC pour s'assurer de la réduction de l'endettement sans faire une « véritable » faillite qui impliquerait la liquidation des actifs et la remise en cause des ententes financières. En résumé, le processus est généralement planifié à l'avance et se déroule en trois temps : 1) la prise de contrôle d'une partie croissante de la dette de l'entreprise pour avoir une minorité de blocage lors de la négociation entre les créanciers; 2) la création d'une nouvelle compagnie qui rachète les actifs de l'ancienne mais à certaines conditions; 3) la négociation des conditions du rachat avec les parties prenantes de l'entreprise (clients, fournisseurs, employés, syndicats, municipalités, gouvernements, etc.).

En réalité, le risque de pertes financières est faible pour ces fonds puisque d'une part, ils s'y aventurent en groupe et, d'autre part, lorsqu'il s'agit d'un prêt intérimaire, une super-priorité de paiement leur est généralement accordée dans le processus de restructuration de l'entreprise sous la LACC. Puisque les créances super-prioritaires ont préséance sur les créances prioritaires, offrir un financement intérimaire à une compagnie en processus de restructuration légal s'avérerait plus avantageux que de posséder l'équité ou des créances minoritaires (Investopedia, 2011, 8 février). De surcroît, le prêteur intérimaire et les créanciers majoritaires sont les premiers invités à acheter l'entreprise qui priorise la vente aux enchères de ses actifs à titre d'arrangement avec ses créanciers. De plus, si le prêteur intérimaire désire acheter la débitrice et devient l'Offre Paravent⁹ dans le processus de vente aux enchères, une compensation généreuse devra lui être versée par le nouvel acquéreur s'il venait à présenter la meilleure offre.

L'historique de la restructuration de la Papetière White Birch permet de retracer la stratégie de prise de contrôle des actifs par investissement dans les firmes en détresse.

Le 3 juin 2009, plus de 9 mois avant la demande de protection juridique, le holding a conclu une première entente de service visant à s'adjoindre l'expertise de la firme internationale spécialisée en restructuration et financement d'entreprise, soit Lazard Frères & Co. LLC¹⁰. Des honoraires de 100 000 \$US par mois sont versés à la firme en échange de ses services. Au-delà de 6 mois de paiement, les honoraires mensuels peuvent s'appliquer sur les frais de restructuration, lesquels peuvent varier entre 1,25 millions \$US et 2,5 millions \$US

9. L'Offre Paravent signifie « soumission d'amorce », à savoir l'offre plancher de la vente aux enchères, aussi appelé « Stalking horse bid » en anglais.

10. Lazard est une banque d'investissement privée devenue publique en 2005. « In recent years, [Lazard has] advised on nearly 1,000 completed mergers and acquisitions, having a cumulative value in excess of \$1 trillion. Lazard has also advised on some of the largest and highest-profile corporate restructurings around the world. Since 1999, we have advised on more than 100 in- and out-of-court restructurings totalling over \$300 billion of debt » (Lazard, n.d.). Lazard conseille également AbitibiBowater, Smurfit-Stone et SP Newsprint Co., LLC. - tous en processus juridique de restructuration (United States Bankruptcy Court for the Eastern District of Virginia Richmond Division, 2010).

selon le type de services rendus. Fort de cette expertise, des délais de paiements jusqu'au 30 octobre 2009 leur avaient alors été accordés par certains créanciers. Le contrôleur nous informe qu'en septembre 2009, l'entreprise devait rembourser un montant de 10,9 millions de dollars sur ses emprunts. En cas de défaut de paiement, le montant des frais financiers associés aux swaps de taux d'intérêt et de défaut s'élèverait à 69 millions de dollars. À la suite d'une demande de négociation qui a été rejetée, l'un des créanciers (une banque semble-t-il) a réduit l'accès de l'entreprise au crédit, ce qui explique que l'entreprise craigne alors de faire défaut (EY, 2010a : 5).

Le 4 décembre 2009, la compagnie modifie son entente de service avec Lazard pour recourir également à leur expertise conseil afin de dénicher du financement intérimaire. À titre d'honoraires, PWB devra verser un pourcentage, applicable sur la totalité des fonds obtenus, lequel variera de 1,50 % à 6 % en fonction des types de fonds obtenus. La moitié de ces honoraires pourra être appliquée sur les honoraires de restructuration. Entre temps, des accords avec les créanciers avaient été reconduits jusqu'au 26 février 2010. Le 23 février 2010, l'entente de service avec Lazard est de nouveau modifiée. La firme assistera PWB pour identifier des acheteurs potentiels en vue d'une transaction de vente.

Au moment de l'entrée sous la LACC, l'entreprise, accompagnée par Lazard, avait négocié une entente de financement intérimaire avec un consortium de créanciers dirigé par Black Diamond Capital Management (BDCM). Black Diamond est un des principaux prêteurs à la fois du financement intérimaire et de la première convention de prêt à terme (rapport du contrôleur du 7 juillet 2010). Le nom de Black Diamond n'apparaît cependant pas dans la *Petition for the insuance of the initial Order* du 24 février 2010. Pourtant, les prêteurs sous les conventions de prêts à terme y sont bien précisés¹¹. Dans son rapport du 10 août 2010, le contrôleur écrit qu'il a été informé en date du 20 juillet 2010 que Black Diamond était le plus important prêteur sous la première convention de prêt, avec plus de 30 % de la dette. Le contrôleur poursuit en précisant que Black Diamond est également le plus important prêteur du prêt intérimaire, "with over 50 % of all claims in respect of that facility". BDCM apparaît toutefois dans la liste des créanciers présentés à la Cour (*Total Prepetition Liabilities by Legal Entity and Creditor* du 25 février 2010) : BDCM est le principal créancier avec une créance de 157,037 millions de dollars. Les liens réels des financiers ne sont donc pas clairement investigués par le contrôleur.

Un premier résultat de cette étude de cas est de montrer que l'entrée sous la LACC se prépare longtemps à l'avance et que les fonds d'investissement de Private Equity ont tout intérêt à augmenter le montant de leur créance même lorsque l'entreprise connaît des difficultés de trésorerie. La stratégie d'investissement de ces fonds consiste donc à augmenter le niveau d'endettement de l'entreprise « cible », et non pas à le réduire, et à offrir un financement intérimaire qui permettra de poser ses conditions en cas de vente de l'entreprise.

11. Les créanciers regroupés dans la première et la seconde convention de prêt à terme sont : Crédit Suisse First Boston; Crédit Suisse First Boston division torontoise; TD Securities (USA) LLC; Crédit Suisse Securities (USA) LLC; Credit Suisse division des Îles Cayman; Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. D'autres créanciers sont regroupés dans un crédit syndiqué garanti par des actifs à court terme : Crédit Suisse First Boston, TD Securities (USA) LLC, General Electric Capital Corporation, Toronto Dominion (Texas) LLC, Banque Toronto Dominion, GE Canada Finance Holding Copmpany (*Petition for the insuance of the initial order*).

2.1.1 LE FINANCEMENT INTÉRIMAIRE, UNE PORTE D'ENTRÉE POUR LA PRISE DE CONTRÔLE DES ACTIFS

Le concept juridique de financement intérimaire est une notion importée du droit américain de l'insolvabilité (Leduc, 2005). Cette notion n'apparaîtra officiellement dans la loi canadienne qu'à partir de la Réforme entrée en vigueur le 18 septembre 2009 (Canlii.org, Lacc; Deslauriers, 2011 : paragraphe 797-836). Auparavant, les tribunaux, en vertu des pouvoirs résiduels conférés à la Cour par la juridiction inhérente¹², entérinaient de telles mesures de financement. Actuellement, il appartient légalement au juge 1) d'approuver la nécessité de recourir au financement intérimaire, 2) d'entériner le montant nécessaire pour traverser le processus de restructuration, et 3) d'accorder ou non une sûreté sur les actifs de l'entreprise en vertu de leurs pouvoirs ancillaires, car normalement, l'octroi de sûreté est de compétence provinciale.

Pour accorder cette super-priorité, un préavis doit être transmis aux créanciers garantis qui seront vraisemblablement touchés par cette mesure. En l'absence de contestation à l'intérieur d'une période donnée de 30 jours, le processus suivra son cours. En droit américain, la demande de financement intérimaire doit également faire l'objet d'un préavis. Elle doit, de surcroît, s'accompagner d'une enquête et d'une audition (Leduc, 2005 : 557). Selon Leduc (2005 : 557-558), aux États-Unis, seuls les cas extrêmes se voient accordés un « DIP » affectant les biens déjà grevés de l'entreprise et bouleversant, par l'octroi d'un rang super-prioritaire, l'ordre de paiement des créanciers garantis antérieurs. Selon le *Bankruptcy Code*¹³ américain, il doit être démontré « qu'une « protection suffisante » [...] des intérêts des créanciers garantis antérieurs a été aménagée, autrement dit que la valeur des sûretés antérieures sera préservée » (Leduc, 2005 : 557).

Aux États-Unis, le syndic peut demander la création de comités représentant les diverses catégories de créanciers (« Creditors' and equity security holders' committees »), selon la section 1102 du chapitre 11 du *Bankruptcy Code*. Ces derniers ont des pouvoirs et des tâches précisés à la section 1103. Ces comités peuvent s'adjoindre les services de conseillers juridiques, financiers ou autres. Ils peuvent consulter le syndic ou le débiteur concernant l'administration du cas, enquêter entre autres sur la conduite, les actifs, les dettes et les opérations de la débitrice, ou encore participer à la formulation du plan d'arrangement, etc.

Normalement, « [...] La charge ou sûreté ne peut garantir qu'une obligation postérieure au prononcé de l'ordonnance » (L.R.C., 1985, c. C-36, article 11.2(1)). Les critères à considérer pour l'octroi et les modalités du « DIP » sont précisés dans la loi :

(4) Pour décider s'il rend l'ordonnance, le tribunal prend en considération, entre autres, les facteurs suivants : a) la durée prévue des procédures intentées à l'égard de la compagnie sous le régime de la présente loi; b) la façon dont les affaires financières et autres de la compagnie seront gérées au cours de ces procédures; c) la question de savoir si ses dirigeants ont la confiance de ses créanciers les plus importants; d) la question de savoir si le prêt favorisera la conclusion d'une transaction ou d'un arrangement viable à l'égard de la compagnie; e) la nature et la valeur des biens de la compagnie; f) la question de savoir si la charge ou sûreté causera un préjudice sérieux à l'un ou l'autre des créanciers de la compagnie; g) le rapport du contrôleur visé à l'alinéa 23(1)b) (L.R.C. (1985), c. C-36, article 11.2 (4)).

12. « La juridiction inhérente confère à la Cour le pouvoir d'atteindre la finalité de la loi en apportant des solutions si le champ n'est pas déjà occupé par la loi écrite, en évitant de la remplacer ou de la contredire » (Deslaurier, 2011, paragraphe 799). Le juge peut ainsi palier au silence de la loi.

13. 11 USC CHAPTER 11 - Reorganization

La question du financement intérimaire est délicate. Le recours à ce financement n'est pas justifié dans les cas où l'entreprise, en raison de sa non viabilité, doit liquider ses biens au profit des créanciers (Leduc, 2005 : 556). Cependant, lorsque l'entreprise est présumée encore viable et qu'elle entreprend de se restructurer sous la protection de la LACC, elle a généralement besoin de financement additionnel pour lui permettre de poursuivre ses opérations et couvrir les frais professionnels de la restructuration jusqu'au moment de la conclusion d'un arrangement avec ses créanciers. Comme l'insolvabilité de l'entreprise limite sa capacité à dénicher des prêts, certains financiers acceptent de prêter temporairement à l'entreprise débitrice présumée encore viable, sachant qu'une super-priorité de paiement réduira considérablement leur risque de ne pas recouvrer leurs fonds.

Dans l'affaire White Birch, le prêteur intérimaire Black Diamond Commercial Management est un fonds d'investissement composé de Crédit Suisse AG, de la division torontoise de Crédit Suisse, et de Black Diamond Commercial Finance, L.L.C. Le montant du financement intérimaire s'élevait à 140 millions de dollars avec un taux d'intérêt estimé par le contrôleur de 17,5 % par année¹⁴. Après consultation auprès de Lazard, le contrôleur estime que le coût du crédit est raisonnable (EY, 2010 : 10). Devant l'urgence de la situation, le juge approuve le financement intérimaire et lui accorde une super-priorité de paiement. Ce financement intérimaire va servir en partie à rembourser une autre ligne de crédit d'un montant de 70 millions de dollars.

Quelle est l'information sur laquelle la Cour peut s'appuyer pour comprendre les liens réels entre les créanciers majoritaires et minoritaires, les créanciers des différentes conventions de prêts à terme, les membres du prêt intérimaire et les propriétaires de l'entreprise ? La situation se complique encore davantage quand il s'agit d'un holding financier où les propriétaires eux-mêmes sont des financiers. Ou quand les conseillers financiers de l'entreprise sont eux-mêmes propriétaires de fonds et investisseurs. Ces conseillers, qui apparaissent d'abord indépendants, deviennent un acteur de la restructuration. La structure de rémunération des conseillers financiers n'aggrave-t-elle pas encore les conflits d'intérêt ? Tel que précisé précédemment, ces derniers prélèvent, en plus des honoraires fixes, des pourcentages sur le prêt intérimaire déniché, ainsi que sur la vente. La complexité des liens entre les fonds d'investissement et les financiers ne permet pas actuellement d'élucider la question. Ni le contrôleur, ni le juge ne semblent d'ailleurs s'en préoccuper.

Un second résultat de cette étude de cas est donc de montrer que l'encadrement législatif de l'utilisation du financement intérimaire n'est pas suffisant sous la LACC et qu'il ne permet pas d'éviter les conflits d'intérêt potentiels entre les créanciers et le prêteur intérimaire. Si l'intérêt des créanciers est en général de restructurer l'entreprise pour maximiser sa valeur à long terme, l'intérêt du prêteur intérimaire est de se positionner favorablement pour la vente future de l'entreprise afin de maximiser les liquidités obtenues par la vente des actifs.

14. Le coût total de financement inclus des frais (fees) de plus de 13 millions de dollars en plus du coût des intérêts calculé sur la base du LIBOR + 10 % et ne peut être inférieur à 12 % auquel s'ajoute un intérêt de 2 % en cas de défaut de l'entreprise.

2.2 Le capital commercial

Dans le capitalisme américain, le contrôle de la propriété de la firme permet de bénéficier d'une « rente » provenant des liquidités générées par les activités commerciales. C'est donc le contrôle des liquidités qui est l'enjeu du pouvoir dans les organisations et non pas le profit ou le rendement économique des actifs à long terme.

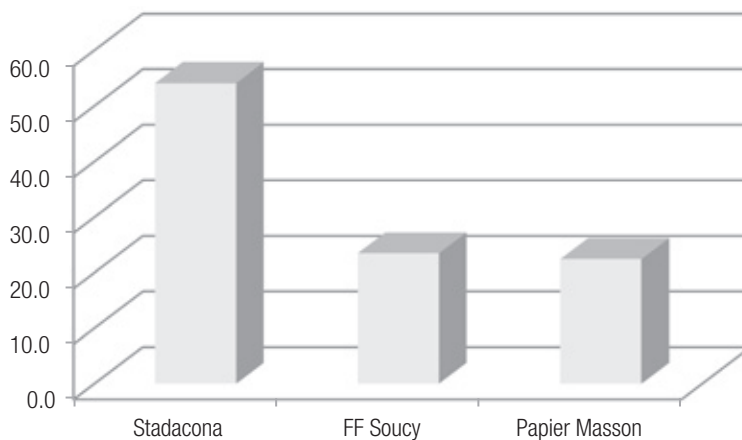
2.2.1 LE CONTRÔLE DE LA LIQUIDITÉ PAR LES FRAIS DE GESTION

Le pouvoir prend une forme financière à partir d'activités commerciales (vente de biens manufacturiers ou de services) et ce, pour deux raisons : 1) l'endettement financier peut permettre de générer des liquidités qui peuvent parfois être plus importantes dans le bilan que les activités commerciales; 2) Les flux de revenus tirés des activités commerciales peuvent être utilisés pour rembourser des frais financiers ou des frais de gestion.

L'analyste américain indépendant du secteur des pâtes et papiers, Verle Sutton (2011) remet par ailleurs en question les bilans financiers négatifs de PWB sur la base des frais de gestion. Il pointe que l'ensemble des frais de gestion empêche PWB d'avoir un bilan financier positif. Il appuie son affirmation sur les bilans financiers fournis par le contrôleur. Par exemple, pour la période de 13 semaines se terminant au début du mois de mai 2011, il remarque un bilan positif de 9,4 millions en dépit des honoraires de la direction de 6 millions. Cependant, le bilan devient négatif de 7,2 millions du moment où sont soustraits 4,2 millions d'intérêt et 12,4 millions en frais professionnels pour la restructuration. En considérant que les 12,4 millions en frais professionnels pour la restructuration n'auront plus à être versés au moment où la restructuration sera terminée, PWB apparaît profitable.

La distribution des frais de direction depuis l'entrée sous la LACC est présentée dans le graphique 1.

Graphique 1 : Répartition des frais de direction du groupe au Québec pendant la restructuration sous la LACC



Source : calcul des auteurs. En pourcentage.

Selon notre analyse, les honoraires de la direction constituent le principal poste de dépenses dans les frais de gestion. Ils sont par ailleurs supérieurs aux dépenses totales consacrées aux assurances collectives pendant la période de la restructuration. Les frais professionnels pour la restructuration représentent plus de la moitié des frais d'intérêt, ce qui illustre l'importance de ce type de dépenses pour les entreprises qui sont en restructuration sous la LACC. L'ensemble des frais de gestion représentent 3,9 fois le total des liquidités acquises par l'activité industrielle de l'entreprise.

Ce n'est qu'en novembre 2011, plus d'une année et demi après l'ordonnance initiale, que le contrôleur se prononce sur la question des honoraires de la direction, suivant l'article de Sutton et ses répercussions dans la presse canadienne. Le contrôleur confirme que Peter Brant a reçu 42,1 millions en commissions sur les ventes (3 %) depuis le début de la restructuration et estime que les frais sont raisonnables, une opinion que Sutton (2012, 2011) ne partage pas. Selon Sutton, les coûts moyens dans l'industrie seraient autour de 0,8 % des ventes. Considérant que PWB n'a pas de ventes spécialisées, qu'il a un volume de vente élevé, et qu'il partage la même force de vente pour ses usines, Sutton estime le coût à 0,55 % des ventes. Selon cette évaluation, 34,4 millions des 42,1 millions seraient des profits, des liquidités qui minent les bilans financiers. De plus, Sutton (2011) note que cette commission est versée non pas sur les ventes nettes, mais sur les ventes brutes sans égard aux fluctuations dans les dépenses (frais de transport, etc.). Sutton remarque qu'avec ces versements d'environ 2 millions par mois, rien ne presse Brant de terminer rapidement la restructuration. Les honoraires de direction font d'ailleurs l'objet d'une poursuite par le comité des créanciers de Bear Island, lequel cherche à récupérer ces « transferts frauduleux » à Brant Industries.

Nous pouvons également nous demander pourquoi notre système juridique accepte de tels versements pour des usines placées sous une protection juridique basée sur l'insolvabilité. Sutton est également d'avis qu'Ernst et Young aurait dû réaliser un audit financier des coûts réels des « managements fees » afin d'en évaluer la compétitivité maintenant que la compagnie s'est placée sous la LACC.

Un troisième résultat de cette étude de cas est donc de montrer qu'il existe des objectifs différents entre les propriétaires du capital (ici les dettes) qui cherchent à augmenter les liquidités et la part versée en frais de gestion et la logique industrielle de l'entreprise basée sur la profitabilité du capital fixe. La financiarisation de la restructuration des firmes se traduit par une opposition entre la liquidité et la rentabilité des actifs, le premier objectif se réalisant au détriment du second.

2.2.2 LES LIQUIDITÉS DÉCOULANT DE LA VENTE DES ACTIFS

La vente de l'entreprise WB Canada qui va être décidée par le tribunal le 17 septembre 2010 (avec une clôture de la transaction initialement prévue le 29 novembre 2010) pose une question intéressante pour l'analyse des restructurations. En effet, comment peut-on expliquer que le principal créancier ait intérêt à acheter l'entreprise qui est en difficulté plutôt que de chercher à effectuer une restructuration de son activité et de ses dettes pour faciliter un remboursement à long terme? On aurait tendance à penser que des revenus à long terme ont plus de valeur qu'un achat à perte à court terme.

Dans le cas de PWB, certains créanciers, en particulier S3i et KSH qui détiennent des hypothèques légales de construction, contestent la charge super-prioritaire accordée au prêteur intérimaire. En se basant sur le rapport du contrôleur confirmant la valeur des actifs de la débitrice, le juge estime que rien n'indique que ces créanciers ne puissent pas recouvrer leur créance. Quelques mois plus tard, on apprendra qu'aucun plan d'arrangement ne sera présenté aux créanciers et qu'une vente des actifs sera privilégiée. Pourtant, cette option de vente était bel et bien planifiée par la débitrice, dès le départ, en vertu de l'entente de service du 23 février 2010 avec Lazard (United States Bankruptcy Court for the Eastern District of Virginia Richmond Division, 2010). Au final, le montant de la vente laissera le pain au prêteur intérimaire, et les miettes pour les autres créanciers, mais remboursera les détenteurs d'hypothèques légales S3i et KSH.

Bien qu'il semble y avoir eu un processus exhaustif pour trouver des acheteurs qualifiés, deux éléments surprennent. Primo, lors des discussions pour établir les critères de qualification des acheteurs, le holding - accompagné de ses conseillers financiers Lazard, des membres de la première convention de prêt et du financement intérimaire – demande au contrôleur de ne pas assister à cette rencontre. Secondo, une seule offre qualifiée fut officiellement reçue, formulée par BD White Birch Investments LLC (« BDWBI »). BDWBI se présente comme un véhicule d'acquisition d'actifs formé par Black Diamond Capital Management LLC, Credit Suisse Loan Funding LLC, and Caspian Capital Advisors LLC ainsi que leurs affiliés. Le responsable de BDWBI possède déjà 65,5 de la dette contractée dans la première convention de prêt à terme (Lettre d'offre d'achat émise par BDWBI, 15 juillet 2010). Cette Offre Paravent deviendra le point de référence pour la vente aux enchères.

D'autres liens demeurent sans explication, en particulier ceux de l'agent administratif du groupe de créanciers majoritaires sous la seconde convention de prêt : Dune Capital. Ce groupe plaidera à la Cour d'avoir été injustement écarté des discussions entourant les difficultés financières de PWB. Si Dune avait été informé de la situation, il aurait pu se proposer en tant que prêteur intérimaire ou offrir des arrangements. On apprend que l'agent administratif de Dune aurait démissionné au profit des créanciers sous la première convention de prêt et qu'il aurait failli à ses obligations d'informer Dune de la situation. Curieusement, l'agent de la première convention de prêt et celui du prêteur intérimaire serait le même, soit Crédit Suisse First Boston (InterventionBDWBI.pdf 23 septembre 2010). L'information que fournit le contrôleur ne permet cependant pas aux acteurs d'élucider les enjeux autour du rôle de cet agent administratif présent entre autres lors de la vente aux enchères.

La valeur de la compagnie au Canada au moment de la vente aux enchères est évaluée à sa valeur actuelle pour un montant de 558,795 millions de dollars US. Le contrôleur estime qu'un montant « cash » de 90 millions de dollars est nécessaire pour couvrir la valeur de liquidation des actifs. BDWBI offre 94,5 millions de dollars en cash, 78 millions de dollars sous forme de crédit, assume un passif de 36,5 millions de dollars, et des coûts courants de 26,5 millions de dollars. Le montant total de l'offre gagnante est estimé à 236,1 millions de dollars contre 235,6 millions pour l'offre concurrente. Alors que le montant en argent comptant de l'offre concurrente était très largement supérieur (175 millions), le contrôleur favorise l'offre de BDWBI, car elle assure une meilleure protection pour les créanciers prioritaires, notamment Black Diamond Capital Management à qui une super-priorité de paiement a été accordée. C'est donc le prêt intérimaire qui semble avoir fait toute la différence.

L'analyse de la vente peut être faite en supposant que le groupe de prêteurs intérimaires dirigé par BDCM est le même que le groupe qui vient de gagner la vente aux enchères¹⁵. Avec cette hypothèse, il apparaît que BDWBI doit verser 94,5 millions de dollars d'argent comptant alors que la compagnie possède des liquidités d'environ 70 millions de dollars (entre 66,5 et 72,9 millions de dollars) pour les entreprises au Canada. Le prêt intérimaire de 140 millions de dollars rapporte un intérêt de 17,5% par an, auquel s'ajoute une dette de 78 millions de dollars qui sera compensée par la réduction du passif. Le passif des fonds de pension et des assurances collectives qui était de 187,5 millions devient un passif de 36,5 millions de dollars et les coûts courants de 26,5 millions de dollars sont inférieurs aux honoraires de la direction pendant la période de la restructuration. Le groupe BDWBI peut ainsi racheter une compagnie à partir d'une mise de fonds de 24,5 millions de dollars (différence entre 94,5 millions et les liquidités disponibles de 70 millions de dollars au minimum). Bien entendu, ce calcul

15. D'après notre compréhension, il s'agit d'un « joint-venture » entre le propriétaire actuel de Papier White Birch, les membres de la première convention de prêt et ceux du prêt intérimaire. Notons que la Cour avait approuvé que les membres du financement intérimaire et de la première convention de prêt à terme soient automatiquement invités et qualifiés pour présenter une offre d'achat.

part du principe que l'on peut lever le voile juridique de la corporation pour identifier les propriétaires, ce qui n'a jamais été fait pendant toute la procédure judiciaire.

Si l'information fournie par le contrôleur ne permet pas d'élucider les liens exacts entre les différents prêteurs et le propriétaire du holding, Peter Brant lui-même, une année plus tard, à travers des entrevues présentées dans la presse, semble confirmer notre interprétation :

“Commenting on the announcement, Peter Brant, Chief Executive Officer of the new White Birch, said, “I am pleased that the conclusion of the restructuring process, together with significant new investment by the Brant Family and the Black Diamond-led investment group, has resulted in a healthier, better capitalized company.” (Forestalk, 2012, 19 septembre. Voir aussi Forestalk, 2012, 29 septembre; Weiss, M. & Kazakina, K., 2012).

L'analyse des relations financières sous la LACC montre que la définition de la restructuration au Canada est avant tout une définition financière qui repose sur l'hypothèse que les parties prenantes dans la restructuration sont des personnes (morales) indépendantes les uns des autres. Or, la stratégie de prise de contrôle des fonds d'investissement de Private Equity spécialisés dans le rachat d'entreprises en difficulté remet en cause le cadre « cognitif » de la LACC. L'importance de la dimension financière des restructurations se retrouve également dans l'analyse des relations commerciales, sociales et familiales.

2.2.3 LES LIQUIDITÉS TIRÉES DES RELATIONS COMMERCIALES

Les documents déposés par le contrôleur¹⁶ lorsque l'entreprise Papiers White Birch est admise sous la LACC nous permettent d'avoir un portrait assez précis de l'origine et de l'utilisation des liquidités grâce à une comptabilité hebdomadaire pour des périodes de 15 semaines en général. De plus, le contrôleur compare systématiquement les prévisions faites en début de période avec les résultats réels de l'entreprise. La LACC donne ainsi accès à des informations qui ne seraient pas disponibles autrement. Toutefois, aucune analyse exhaustive des relations commerciales entre les usines, filiales ou clients n'est effectuée par le contrôleur alors que ces informations s'avèrent fort pertinentes pour juger de la santé financière de l'entreprise et de son avenir.

La chute du prix de la tonne de papier journal à partir de l'année 2008 ainsi que la baisse de la demande est la principale explication apportée pour expliquer l'entrée de l'entreprise sous la LACC. Le contrôleur apporte une illustration de la baisse de la demande de papier entre 2000 et 2013 dans son rapport du 25 novembre 2011. Pendant cette période, la consommation de papier journal en Amérique du Nord est passée de 13 millions de tonnes à 5 millions de tonnes. Pour l'année 2008-2009, la baisse de la demande est 25 %. Pendant toute cette période, il y a une surcapacité de production constante de 3 millions de tonnes. Le prix du papier journal a connu une forte chute de 40 % entre l'année 2008 et 2009, une chute comparable à certains actifs boursiers. En février 2010, les prix sont revenus à leur niveau d'avant la crise. Pour les fonds d'investissement de Private Equity, la forte variation des prix est une source de revenus lorsqu'on parvient à acheter des entreprises en dessous de leur valorisation historique.

Sutton (2011) se demande d'ailleurs quelle est la stratégie de PWB dans le contexte de décroissance de la demande. Alors que Papiers Forestier Résolu a considérablement réduit sa capacité de production de l'ordre de 67 % depuis le début des années 2000 pour ne conserver que les usines à faible coût de production, PWB n'a

16. Le contrôleur n'est pas en mesure de faire auditer les comptes de l'entreprise et se fie principalement sur les informations transmises par l'entreprise pour évaluer la situation de cette dernière.

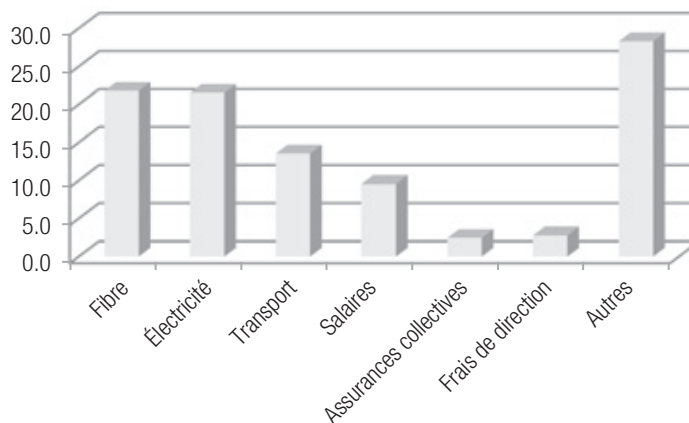
pas modifié sa capacité de production, en plus de conserver une production coûteuse utilisant de la fibre recyclée. Nous pourrions nous demander s'il s'agit d'une stratégie longtemps planifiée à l'avance afin de procéder à une restructuration beaucoup plus « payante » que de simplement fermer une usine pour s'ajuster à la demande du marché.

Au moment de l'entrée sous la LACC, le contrôleur rapporte que l'entreprise produit annuellement 1.3 millions de tonnes de papier journal et de papier annuaire, pour une part de marché en Amérique du Nord de 12 %, ce qui en fait le second producteur sur ce marché. Le montant total des ventes s'élève alors à 675 millions de dollars avec un effectif de 1200 employés. L'entreprise White Birch détient également des intérêts dans la société SP Newsprint, qui est le 4e producteur de papier journal en Amérique du Nord. Malheureusement, les rapports du contrôleur ne donnent pas d'informations sur les relations commerciales des différentes usines avec la société SP Newsprint. Le contrôleur estime pourtant en février 2010 que le plan de restructuration des dettes est viable et que la vente de l'entreprise n'est pas nécessaire compte tenu de la viabilité de ses relations commerciales (EY, 2010 : 12, §56). Cette option de vente est pourtant clairement planifiée dès le départ par PWB et ses conseillers financiers. Nous pouvons nous demander pourquoi le contrôleur ne s'oppose-t-il pas à la restructuration par vente des actifs s'il juge que la restructuration des dettes est viable et que la vente de l'entreprise n'est pas nécessaire.

Sutton (2012) s'interroge sur la profondeur et la justesse des analyses du contrôleur. Il pointe en particulier la détérioration des profits pour l'usine Stadacona dans la période de 6 mois se terminant au 31 octobre 2011 comparativement à la période précédente. Entre novembre 2010 et avril 2011, la perte pour Stadacona était évaluée à 522 000 \$ alors qu'elle a bondi à 4,150 millions de mai 2011 à octobre 2011. La manière dont Ernst et Young présente l'information ne fait pas apparaître clairement cette différence qui demeure sans explication. Alors que les profits se sont considérablement détériorés à l'usine Stadacona, ils se sont accrus pour les autres usines. Pour Sutton, il est impossible que la performance de l'usine Stadacona soit si mauvaise alors que PWB performe bien dans son ensemble. L'analyste conclut à une manipulation de la profitabilité entre les usines.

La structure des principales dépenses dans le coût total d'opération pour les trois usines au Québec est présentée dans le graphique 2.

Graphique 2 : La répartition des coûts d'opération pour les usines du groupe au Québec



Source : calcul des auteurs, d'après les rapports du contrôleur.

Les trois principaux postes de dépenses sont dans l'ordre : l'électricité, la fibre ainsi que les coûts de transport. Les salaires et les pensions (hors coût d'amortissement du déficit) représentent chacun moins de 10 % des coûts totaux, ce qui apparaît surprenant lorsque l'on sait que ce sont ces deux postes de dépenses qui seront les principaux sujets de négociation pour garantir la vente de l'entreprise à son principal créancier. On peut donc en conclure que l'objet de la restructuration sous la LACC ne porte pas sur le modèle d'affaires industriel. Un autre fait semble appuyer notre interprétation de la situation : le contrat d'achat des actifs inclut tous les actifs du holding sans par ailleurs indiquer qui sera en charge du management de l'entreprise après sa vente.

Concernant les pensions, Sutton (2012) porte à notre attention l'augmentation en flèche du déficit des fonds de pensions en comparant le rapport du contrôleur du 17 novembre 2011 (148,9 millions) et celui du 25 novembre de la même année (400 millions). Un phénomène qui n'apparaît pas soulever particulièrement la panique chez le contrôleur. Ce dernier explique que cette différence est due au programme de préretraite « Cliffs » dont plusieurs prennent avantage devant l'incertitude de la situation de PWB, et à la détérioration des performances financières du fonds de pension. Alors que la vente a été conclue pour 236 millions, une plus grande attention aurait dû être portée aux causes de cette augmentation vertigineuse de 250 millions de déficit dans le fonds de pension en une si courte période, une situation qui s'annonce catastrophique pour les retraités.

L'analyse des relations commerciales de la part du contrôleur sous la LACC ne permet pas d'analyser la source des problèmes « industriels » de l'entreprise, ce qui conditionne pourtant le niveau d'emploi et les investissements à long terme. Il n'est fait aucune mention des relations avec les clients de la compagnie, ni de demandes de précisions sur les débouchés futurs pour les produits.

2.3 Le capital culturel et les liquidités issues des relations sociales

Les relations financières comme les relations commerciales nous ont permis d'analyser les modalités de la prise de contrôle de l'entreprise par un groupe de créanciers formé de fonds d'investissement. Sachant que le capital culturel et les relations sociales avec le monde des arts, des médias ou du luxe peuvent devenir des actifs financiers lorsqu'ils servent à lever des capitaux, il est surprenant que le contrôleur n'ait pas cherché à décrire l'ensemble des actifs du propriétaire de la compagnie. Cette analyse élargie aurait possiblement permis de mieux comprendre la finalité de la restructuration ainsi que les motivations de la direction de l'entreprise. Malheureusement, les documents déposés à la Cour dans le cadre de la LACC restent muets sur ces dimensions.

Peter Brant reçoit¹⁷ la direction d'une entreprise qui produit du papier journal, la BATO co, cofondée par son père, Murray Brant, en 1941. L'entreprise deviendra la Brant-Allen co lorsqu'il s'associe avec son cousin, Joseph Allen, avant de changer à nouveau de nom pour White Birch Paper co en 2008. L'entreprise a comme client important le Washington Post. Peter Brant acquiert également en 2008 une seconde société SP Newsprint qui, tel que précisé antérieurement, se mettra sous la protection de la Loi contre les créanciers en novembre 2011. La compagnie PWB détient 15.86 % de cette compagnie à ce moment-là. Il faut faire une recherche sur le Net pour découvrir que «The firm is owned by Peter Brant (49.4 %), a Brant-owned holding company (35.7 %) and White Birch Paper (15.9 %), which Brant also controls.» (Resource recycling, 2011, novembre). Brant détient ainsi le second groupe industriel de pâte et papier avec environ 20 % de part de marché en Amérique du Nord

17. Il aurait abandonné les études au collège après avoir gagné beaucoup d'argent à la bourse en achetant et en vendant des titres pour une firme de courtage.

derrière Produits Forestier Résolu qui contrôle 40 % du marché. La valeur de l'entreprise PWB devrait donc être évaluée en tenant compte de l'ensemble des actifs de la famille Brant puisque cela inclut un pouvoir de contrôle plus important sur le marché du papier journal en Amérique du Nord.

Peter Brant est également propriétaire de Brant Publication Inc, une entreprise qu'il a fondée avec sa première femme¹⁸ (et dont il a racheté ses parts en 2008) et qui publie trois magazines – *Interview* fondé par Andy Warhol, *Antiques* et *Art in America* – considérés comme des références dans leur domaine. L'homme d'affaires possède aussi un club de polo (Le Soleil, 2012, 10 avril) et une ferme équestre au Connecticut¹⁹, une sport reconnu pour n'être accessibles qu'à l'élite, aux célébrités, tops modèles et membres de la royauté.

Un fils de Peter Brant, Ryan Brant, est le fondateur de l'entreprise, Take-Two Interactive Software, Inc, une importante firme dans le secteur du jeu vidéo dont le développement s'est fait en grande partie par le rachat d'entreprises existantes. Au moment de l'émission d'actions publiques, la famille Brant était l'actionnaire majoritaire à travers le fonds d'investissement Bridgehampton Investors LP dont Ryan était l'un des propriétaires. C'est le même modèle qui sera utilisé dans le cas de Black Diamond Capital Management pour son fils Christopher M. Brant. Du moins, il s'agit de notre hypothèse, car ces liens ne sont pas explicités par l'analyse du contrôleur.

Peter Brant fut en contact avec le monde de l'art dès le collège lorsqu'il acheta de nombreuses œuvres d'Andy Warhol. C'est également un ami d'enfance de Donald Trump. Peter Brant a créé une fondation pour exposer ses œuvres et il fut impliqué dans la production d'un documentaire sur Andy Warhol en 2006 et de deux films, l'un sur Basquiat, en 1986, et l'autre sur Pollock, en 2000. Une de ses filles, Allison Brant, travaille pour la Fondation Brant. L'art est bien un capital, car il a permis à Brant d'obtenir des liquidités de la part de la firme Sotheby's Financial Service en déposant des œuvres d'art comme collatéral de l'emprunt pour racheter Papiers White Birch (Weiss, M. & Kazakina, K., 2012; Foresttalk, 2012). La Figure 1 présente l'une des pièces de sa collection.

Figure 1 : Le musée de la fondation Brant



Source : (Segal, D. 2010, 23 janvier).

18. Sandra Simms Brant était l'éditrice de la revue *Interview* jusqu'en 2008 et deviendra, avec sa nouvelle compagne, éditrice pour *Vogue* en 2009.

19. «White Birch is a thoroughbred horse farm in Connecticut owned by Peter Brant.» *Calumet Farm, Inc., Debtor. First National Bank & Trust Co., Appellant, v. Peter M. Brant and White Birch Farm, Inc., Appellees.*, 398 F.3d 555 (6th Cir. 2005)
Récupéré le 27 avril 2013 du site : <http://federal-circuits.vlex.com/vid/calumet-farm-peter-brant-birch-20175111>

Les principaux créanciers de PWB sont situés dans la ville de New York, ce qui n'est pas surprenant compte tenu de l'importance de la ville comme place financière. C'est entre autres le cas de Dune Capital, qui est l'un des principaux créanciers de PWB avec un montant de 61,5 millions de dollars. Situé quant à lui sur la cinquième avenue, il s'agit d'un hedge fund qui investit habituellement dans l'industrie du divertissement en finançant notamment des films de la 20th Century Fox. On trouve même que les créanciers qui sont situés dans une rue, la sixième avenue, totalisent 66,665 millions de dollars. À y regarder de plus près, plusieurs créanciers de la compagnie sont situés à la même adresse avec des noms quelque peu différents, ce qui laisse penser que ce ne sont peut-être pas des firmes indépendantes. Aucune recherche ou demande d'informations sur les principaux créanciers ne semblent avoir été faites de la part du contrôleur. Cela est d'autant plus important lorsque l'acheteur final de la compagnie regroupe autour de 60 % des créanciers.

Nous proposons ici une hypothèse pour expliquer la nature de la restructuration. Il s'agit d'un transfert du contrôle au sein de la famille Brant, le père laissant l'entreprise à son fils. Pour étayer cette hypothèse, nous nous sommes intéressés aux diverses activités de la famille Brant autour de Peter Brant. Brant cherche avant tout des liquidités pour son style de vie et non pour développer de nouveaux produits dans la perspective d'une sortie de crise de l'industrie. C'est un symbole de la réussite du capitalisme familial américain avant la crise de 2008²⁰.

20. Dans une entrevue au New York Times, il mentionne : " I've been guilty of that since I was 6 years old, at camp. I have always played to win. That's who I am. But I never hurt anybody. The problem is when you're perceived as being too aggressive where you hurt somebody or do something improper." (Segal, D. 2010, 23 janvier).

3. Discussion des résultats

La LACC s'inscrit dans un régime juridique libéral qui privilégie une législation souple avec un encadrement administratif minimum, basé sur la négociation entre les parties (et la jurisprudence) en dehors des cadres législatifs habituels (notamment le code du travail), dans un processus qui favorise un règlement rapide des problèmes de liquidités des entreprises. Cette flexibilité de la législation s'accompagne cependant d'une sécurisation juridique des ententes très importante à travers l'implication de nombreux avocats et la présence d'un contrôleur qui éclaire la Cour sur la situation financière et économique de l'entreprise.

3.1 Les recommandations du contrôleur financier

Au terme la recherche, nous sommes arrivés à la conclusion que les informations contenues dans les rapports du contrôleur pour la Cour dans le cadre de la LACC contiennent des informations utiles, mais qui ne permettent pas de comprendre la stratégie des acteurs dans le contexte de la financiarisation des restructurations.

Nous pouvons supposer que la compréhension des enjeux des restructurations industrielles au temps de la crise de 1929 était réservée à l'élite juridique ayant accès à la connaissance des lois et des pratiques comptables. De nos jours, la population s'est scolarisée et l'information s'est démocratisée, portée par le développement des moyens de diffusion électronique. Malheureusement, la compréhension des enjeux des restructurations industrielles n'apparaît pas davantage accessible pour l'ensemble des acteurs concernés. L'accès à l'information s'est accru, mais les savoirs se sont spécialisés et l'information s'est complexifiée en raison de la mondialisation et de la financiarisation des entreprises. De plus, en raison de la concurrence, les entreprises tiennent à conserver nombres d'informations confidentielles alors même qu'en temps de restructuration juridique, les entreprises, à travers leur contrôleur financier, sont tenues de publier les documents présentés à la Cour.

Décortiquer les enjeux réels d'une restructuration apparaît comme une tâche colossale, même pour les spécialistes en la matière. Devant la complexité du processus et l'ampleur des enjeux pour les acteurs, particulièrement pour les plus vulnérables, le rôle du contrôleur demeure central. L'analyse de la restructuration de PWB nous amène à questionner son rôle, sa mission et son éthos professionnel.

Le contrôleur est « un officier de la justice »²¹ dont les tâches et les fonctions sont décrites dans la LACC à l'article 23. Il doit être titulaire d'une licence délivrée par le Bureau du surintendant des faillites (BSF). En vertu d'un protocole d'entente survenu entre le BSF et l'Association canadienne des professionnels de l'insolvabilité et de la réorganisation (ACPIR), l'ACPIR est maintenant responsable de la formation et de l'accréditation des membres de cette profession (CAIPR, 2009) qui cherche d'ailleurs à se constituer en Ordre professionnel²². En tant

21. Se référer à la note 3 pour une description sommaire de son rôle et de ses fonctions.

22. L'Association canadienne des professionnels de l'insolvabilité et de la réorganisation (ACPIR) est l'organisation nationale représentant quelque 920 membres réguliers qui agissent à titre de syndics de faillite, séquestres, mandataires, contrôleurs et conseillers en matière d'insolvabilité, de même que 400 membres stagiaires et 215 membres constitués de personnes morales, de membres à vie ou de membres inactifs. L'ACPIR est une société sans but lucratif créée en 1979 afin de promouvoir un système équitable, transparent et efficace d'administration de l'insolvabilité ou de la réorganisation à l'échelle du Canada. « [...] L'un des objectifs poursuivis par l'Association est d'obtenir des droits et des privilèges à titre d'organisme professionnel autoréglementé; mais avant de les obtenir, l'Association doit faire la preuve de sa capacité d'honorer les responsabilités qui accompagnent nécessairement les droits et les privilèges. Ces responsabilités comprennent entre autres la protection de la population et l'assurance d'un niveau élevé de compétence par la formation théorique et pratique" (CAIPR, n.d.).

qu'officier de la justice devant surveiller les affaires et les finances de l'entreprise, le BSF s'attend à ce que le contrôleur fasse preuve des aptitudes professionnelles suivantes, à savoir qu'il exerce un jugement efficace et une pensée stratégique, ainsi qu'un sens de l'éthique des affaires et du professionnalisme (BSF, 2013)²³. Même si le professionnel agréé de l'insolvabilité et de la réorganisation (PAIR) n'est pas actuellement régi par un Ordre professionnel, l'article 25 de la LACC lui impose un devoir de diligence : il doit agir avec intégrité et de bonne foi et se conformer au Code de déontologie des syndicats de faillite (BSF, 2000).

Le contrôleur accrédité est ensuite choisi par la débitrice qui lui garantit le paiement de ses honoraires. Il doit toutefois être nommé par le tribunal dans l'ordonnance initiale. Compte tenu du fait que la débitrice choisit et propose le contrôleur au tribunal en plus de lui verser ses honoraires, le contrôleur se trouve dans une position délicate où sa neutralité et son jugement peuvent être mis à l'épreuve. Pour les autres acteurs concernés par la restructuration, le contrôleur leur est imposé : ils n'ont d'autres possibilités que de se fier à la justesse des analyses de ce dernier.

Parmi les fonctions qui lui sont confiées, le contrôleur peut décider :

[...] de faire ou de faire faire toute évaluation ou investigation qu'il estime nécessaire pour établir l'état des affaires financières et autres de la compagnie et les causes des difficultés financières ou de l'insolvabilité de celle-ci, et de déposer auprès du tribunal un rapport où il présente ses conclusions; [...] de conseiller le tribunal sur le caractère juste et équitable de toute transaction ou de tout arrangement proposés entre la compagnie et ses créanciers; [...] (L.R.C., 1985, c. C-36, art. 23).

Ce sont là les principaux manquements que nous lui adressons. Le contrôleur semble se fier aux renseignements et arguments fournis par la débitrice. Nous sommes d'avis qu'il aurait dû : porter davantage de jugements critiques sur la gouvernance des affaires de la débitrice, ses intentions réelles, ses relations particulières avec ses différents créanciers, et enquêter sur les causes véritables des difficultés financières de la débitrice. La suspension des cotisations d'équilibre du fonds de pension et la terminaison du régime de retraite à prestations déterminées auraient peut-être pu être évitées. Le contrôleur aurait pu intervenir davantage dans les décisions entourant le processus de vente afin de trouver un acheteur qui puisse mieux honorer le régime de retraite à prestations déterminées, lequel est fermé²⁴ au profit d'un nouveau régime à cotisations déterminées.

En dépit de toutes les explications « rationnelles » qu'on pourra nous donner, il nous est difficile d'y voir une transaction « juste et équitable ». Par exemple, comment arriver à comprendre que notre système de justice permette que Brant puisse toucher ses commissions de 3 % sur les ventes en période de restructuration, lesquelles représentaient 42,1 millions de dollars pour une période d'environ 1 année et demie à partir de l'ordonnance initiale (Sutton, 2012 : 3), en même temps qu'il permet que les retraités soient coupés dans leurs rentes de retraite de l'ordre de 47.

23. Legault (2000), dans son ouvrage *Professionnalisme et délibération éthique*, nous rappelle la « mission sociale » des professions. Leur reconnaissance législative se fonde sur la protection du public, ainsi que sur des savoirs et des pratiques spécialisés afin de rendre un service à la collectivité. Les compétences de ces professionnels sont exigées et sanctionnées au Québec par une loi cadre, le Code des professions. Le professionnel juridiquement reconnu par l'Office des professions n'est pas un simple exécutant, on attend de lui qu'il exerce son autonomie, son jugement professionnel et sa responsabilité à l'égard du client placé dans une position de vulnérabilité et de dépendance alors qu'il ne possède pas la compétence et la connaissance requise pour évaluer la qualité du jugement porté par le professionnel.

24. Pour voir les principaux éléments de la nouvelle convention collective, consulter le site du Ministère du travail à l'adresse : http://www.travail.gouv.qc.ca/fileadmin/fichiers/Documents/ententes_negociees/2013-01-A/Stadacona_inc.pdf

Le rôle du contrôleur mériterait à notre avis d'être élargi. Ce dernier devrait être plus investi dans les véritables enjeux du processus de restructuration qui ne concernent pas seulement la valeur des actifs et des liquidités pour la débitrice et ses créanciers garantis, mais aussi les travailleurs, les retraités et la communauté locale où se trouve l'usine. Si Peter Brant et ses créanciers se sont enrichis dans cette transaction sous le couvert de la loi et de la financiarisation, les travailleurs, les retraités et la communauté locale se sont appauvris.

3.2 Les éléments de contre-expertise

Lors de l'enchère, deux groupes d'acheteurs se sont disputés la vente, soit BDWBI et Sixth Avenue Investment Co²⁵. BDWBI a remporté la mise en offrant 236 052 825 \$. L'offre de Sixth Avenue, quoi que inférieure de 500 000 \$, présentait quelques avantages dont un montant de 78 millions en argent alors que ce montant était à crédit dans l'offre de BDWBI²⁶, et un montant de 8 675 583 \$ pour le fonds de pension alors que l'offre de BDWBI n'en prévoyait que 746 186 \$. La distribution pour le fonds de pension n'est pas mentionnée par le contrôleur. Le contrôleur note toutefois que l'offre de Sixth Avenue présente une meilleure distribution pour les créanciers non garantis de WB Canada alors que l'offre de BDWBI favorise les créanciers garantis sous la première convention de prêt et les créanciers du swap. En dépit de ces remarques, le contrôleur, dans son rapport du 23 septembre 2010, affirme ne pas avoir à considérer les aspects de distribution du capital à un groupe de créanciers plutôt qu'à un autre. Il conclut que l'offre de BDWBI représente la meilleure offre lorsqu'on considère la valeur totale retournée à la débitrice²⁷.

La restructuration est un processus temporel qui répond généralement à un calendrier serré, déterminé à l'avance par les acteurs économiques et financiers. Le processus est majoritairement contrôlé par les propriétaires, les conseillers financiers, les créanciers et investisseurs cherchant à investir dans les firmes en détresse. Pour que les communautés locales puissent se qualifier en tant qu'acheteur potentiel, elles doivent être proactives afin d'anticiper les signes de détresse de l'entreprise. Elles doivent posséder une connaissance pointue du processus de restructuration, ainsi que d'imposantes ressources financières et des relations sociales leur permettant de contrôler le capital.

Le cas de l'usine Stadacona est emblématique des difficultés à envisager la reconversion industrielle et à structurer un projet alternatif en cas de faillite de l'entreprise. Pourtant, des alternatives au modèle d'affaires existant

25. Sixth Avenue est une compagnie nouvellement formée, constituée d'une groupe de créanciers minoritaires possédant environ 10 % de la dette sous la première convention de prêt à terme. Notons que Sixth Avenue, pour remporter la mise, devait verser une compensation à BDWBI de l'ordre de 3 millions \$. Ce montant, au départ à 5 millions, avait été contesté par le contrôleur. Cette obligation de compensation en cas de non conclusion de la vente vient en quelque sorte diminuer le risque encouru par BDWBI.

26. Sixth Avenue contestait entre autre l'utilisation du crédit dans l'offre de BDWBI, une utilisation qui leur permet d'acquérir tous les actifs de la débitrice, et non seulement les garanties immobilières sur lesquelles portent les garanties de la première convention de prêt à terme, laissant tous les autres créanciers dans l'impossibilité d'obtenir une valeur sur les autres actifs. Le juge de la Cour d'appel confirme qu'il s'agit d'un privilège accordé aux créanciers majoritaires en vertu des conventions de prêt. Parmi les autres éléments de leur contestation, Sixth Avenue déplore que le juge n'ait pas considéré le conflit d'intérêt flagrant de Black Diamond, lequel aurait usé, à leur avis, de manigance afin de devenir l'Agent pour tous les membres de la première convention de prêt à terme, en plus d'être désigné comme acheteur qualifié fixant l'Offre Paravent (Contestation Sixth Avenue.pdf).

27. «[...] the Monitor not having to consider the aspect of allocation value to one group of creditors as compared to the other» (Ernst & Young, 23 septembre 2010, paragraphe 28). Cette affirmation apparaît surprenante. La LACC ne doit-elle pas se préoccuper de la valeur retournée aux créanciers et favoriser les créanciers garantis? Le résultat de la vente favorise dans les faits les créanciers garantis, mais l'argument du contrôleur nous laisse perplexe. La conclusion du contrôleur aurait-elle été la même si Sixth Avenue avait remporté la mise tout en favorisant les créanciers non garantis? Ces informations sont tirées du rapport du contrôleur du 23 septembre 2010. À l'annexe A de ce document, on obtient le détail des offres et la distribution prévue pour les différentes catégories d'actifs.

étaient proposées par le comité de relance qui va se constituer comme partie prenante de la restructuration en février 2012 pour proposer de racheter l'usine de Stadacona grâce à la constitution d'une coopérative de travailleurs actionnaires et avec la participation d'un groupe industriel indien comme client pour la production de l'usine. Différents modèles d'affaires alternatifs ont été envisagés²⁸, allant de la reconversion de l'usine vers de nouvelles activités (notamment maritimes) à la création d'un « cluster » autour de l'usine afin de produire du papier avec davantage de papier recyclé et de réduire les coûts de production en couplant les activités de l'usine avec celles d'autres entreprises à proximité du site. La restructuration se situe pourtant dans un contexte où plusieurs innovations récentes dans l'industrie forestière se mettent en place²⁹. Elles ne sont pourtant jamais évoquées lors de la restructuration.

L'analyse du processus de restructuration de PWB fait ressortir que les communautés locales n'ont pas les ressources et les capacités pour court-circuiter un tel processus qui débute souvent bien longtemps avant que les acteurs locaux puissent en être conscients. En effet, dans l'affaire White Birch, l'idée du comité de relance pour acheter l'usine (coopérative de travailleurs), dirigé par l'ancien chef de l'exploitation de l'usine Stadacona entre 1975 et 2004, ne bourgeonnera qu'au printemps 2011 alors que la vente aux enchères avait déjà eu lieu à l'automne 2010 (Bourque, 2011). On peut toutefois se demander si la loi ne devrait pas prévoir un mécanisme par lequel les communautés locales concernées par les enjeux de la restructuration pourraient s'immiscer dans le processus d'achat.

3.3 L'éthique sociale des restructurations sous la LACC et les rapports entre le droit et l'économie

Le troisième enseignement important concernant la LACC est que l'analyse de la restructuration comme processus juridique permet de poser à nouveau la question du lien entre le droit et l'économie, sous un angle politique de justice sociale face à des intérêts privés (Kirat, 2012 : 39).

Au plan des relations financières, la présence de créanciers que l'on appelle des fonds d'investissement de *Private Equity* n'est pas expliquée aux parties. La nature des intérêts financiers autour du contrôle de la liquidité et des actifs de l'entreprise ne sont pas présentés par le contrôleur. Cela est particulièrement le cas lors de la vente de l'entreprise au principal créancier. C'est la distinction fondamentale de la LACC entre les créanciers et l'entreprise qui est remise en cause. Il faudrait par la suite se demander si le problème vient d'un manque d'information ou s'il provient d'une contrainte légale qui interdit de demander aux parties certaines informations jugées confidentielles.

Au plan des relations commerciales, l'analyse d'une partie des données présentées dans les rapports ne permet pas de comprendre la nature des difficultés commerciales de l'entreprise. Les parties ne peuvent pas dans ce contexte juger de la viabilité commerciale à long terme de l'entreprise. Afin d'approfondir l'analyse, on pourrait par exemple demander la construction de différents scénarios en fonction d'hypothèses sur les revenus et les coûts de l'entreprise. Cet exercice serait très bénéfique pour prendre des décisions lorsque se pose la question du choix entre la restructuration ou la vente de l'entreprise. Dans l'état actuel des connaissances, il ne semble

28. Lors des entrevues de groupe, il a été mentionné que la reconversion du site avait été plusieurs fois étudiée, mais que le montage du projet n'avait pu aboutir dans le contexte de la LACC dès lors que le processus de vente des actifs à BDWBI était déjà déterminé.

29. Voir <http://www.fpinnovations.ca/>

pas possible de mener un processus public de délibération sur les formes possibles de reconversion industrielle dans le présent cadre législatif.

Au plan des relations sociales, nous avons tenté de montrer que pour juger de la santé économique et financière d'un holding industriel, il faut connaître la situation de l'ensemble des activités des propriétaires de la compagnie, sous peine de sous-estimer la valeur de la compagnie, avec les conséquences qui y sont associées pour la restructuration elle-même. Il serait utile de connaître la procédure de déclaration de la valeur des actifs des propriétaires ou encore les demandes d'informations qui peuvent être faites par le contrôleur.

La responsabilité du juge « s'efface derrière les parties en présence » (Kirat, 2012 : 96) alors même que le degré d'information et de connaissance entre les parties est très inégal. Le juge ne semble pas en mesure de mener une « enquête » indépendante sur la nature et les effets potentiels de la restructuration. La conception pluraliste du droit comme recherche de la balance entre les intérêts privés se trouve mise à mal par l'inégalité très forte dans l'accès aux ressources juridiques (et financières) pour mener la restructuration.

La responsabilité du contrôleur est double car il a, à la fois, un rôle d'officier de justice au service du tribunal, mais également un rôle de préparation et d'évaluation des demandes de l'entreprise qui a décidé de se placer sous la LACC. Cette situation place le contrôleur en situation de conflit de rôle dès lors que les informations financières de l'entreprise ne font pas l'objet d'une expertise indépendante. Le contrôleur semble internaliser un rôle de conseiller financier de l'entreprise auprès du juge en s'appuyant sur les pratiques courantes dans le secteur financier. Or, rien ne dit que celles-ci soient adéquates en situation de restructuration de l'entreprise, ce qui pose la question de l'adaptation du système juridique aux pratiques économiques (Kirat, 2012 : 52).

L'analyse de la restructuration sous la LACC illustre la limite de l'analyse du contrôle des dirigeants par les actionnaires et les créanciers, dès lors que ces derniers partagent des intérêts communs (financiers) et que la restructuration vise davantage à maintenir une structure de contrôle sur les flux de revenus qu'à sauvegarder les activités et les emplois à long terme. Même dans les pays anglo-saxons qui sont souvent présentés comme des modèles de capitalisme concurrentiel, la concentration financière et la capacité de contrôle de la restructuration par les créanciers sont fortes (Kirat, 2012 : 101).

Conclusion

L'enseignement principal de notre recherche à propos de la LACC réside dans le constat d'une contradiction interne de la législation entre une logique financière et une logique industrielle. Si l'on privilégie une approche financière, comme c'est le cas actuellement en définissant la restructuration comme un problème de liquidités, alors il est impératif de mieux prendre en compte les dimensions et les effets de la financiarisation, car l'entreprise n'est plus une entreprise unique (c'est souvent un holding de sociétés) et les créanciers ne sont pas, majoritairement, d'autres entreprises du secteur, mais bien souvent des gestionnaires financiers.

Si l'on privilégie une approche industrielle en s'intéressant à la viabilité à long terme de l'activité et des emplois, alors il faut pouvoir bénéficier d'une expertise indépendante sur les causes des difficultés et sur les alternatives possibles à partir des ressources que possède l'entreprise. De plus, ces éléments doivent pouvoir être discutés publiquement (dans le cadre de la législation) avec l'ensemble des parties prenantes. En l'absence de renforcement de la législation, il est encore possible dans l'avenir que le recours à la LACC permette de dissimuler des stratégies de restructuration au bénéfice d'intérêts particuliers et au détriment de l'intérêt général.

Nous pouvons nous demander dans quelle mesure le recours au financement intérimaire se justifie lorsque la débitrice choisit non pas de présenter un plan d'arrangement à ses créanciers ou de liquider ses actifs, mais de les vendre sous la protection juridique de la LACC. On peut présumer que la vente des actifs suppose la poursuite des activités de l'entreprise, quoi que dans l'affaire PWB, le contrat d'achat ne précise rien quant aux intentions des nouveaux acquéreurs, tant au niveau de la poursuite des opérations que du management de l'entreprise. Au-delà du recours au financement intérimaire, pourquoi recourir à la LACC pour vendre sa compagnie ? Par ailleurs, la loi devrait-elle autoriser le prêteur intérimaire, ou une reconstitution de ses membres, à acheter les actifs de l'entreprise ? En étant impliqué de si près dans les affaires de la débitrice, en particulier par les conditions contraignantes attachées au financement offert, le prêteur intérimaire n'est-il pas en conflit d'intérêt ? De plus, si le « DIP » apparaît nécessaire pour couvrir les besoins urgents de l'entreprise pour se restructurer, le montant et la super-priorité de paiement accordés aux nouveaux bailleurs de fonds, risquent de porter préjudice aux créanciers déjà existants. Tel que susmentionné, l'octroi d'une charge super-prioritaire vient surclasser les créanciers détenant déjà des droits et des garanties sur les actifs de l'entreprise.

Bibliographie

- Achleitner, A. K., & Klöckner, O. (2008). *Employment contribution of private equity and venture capital in Europe*. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/48428/1/577823078.pdf>
- Amess, K., Girma, S., & Wright, M. (2008). *What are the wage and employment consequences of leveraged buyouts, private equity and acquisitions in the UK?* Disponible à l'adresse suivante : http://www.researchgate.net/publication/228131210_What_are_the_Wage_and_Employment_Consequences_of_Leveraged_Buyouts_Private_Equity_and_Acquisitions_in_the_UK/file/d912f50ae4f37d488b.pdf
- Bacon, N., Wright, M., Scholes, L., & Meuleman, M. (2010). Assessing the impact of private equity on industrial relations in Europe. *Human Relations*, 63(9), 1343-1370.
- Berle, A. A., & Means, G. G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers.
- Bourque, F. (2011, 23 avril). *Le déclin d'un empire américain*. Le Soleil, p. 6.
- Bourque, Gilles L. et Robert Laplante (2012), « Reconversion écologique et socialisation des retraites : pour une politique industrielle du XXIe siècle », *Interventions économiques/Papers in Political Economy*, 44.
- Bureau du surintendant des faillites Canada. (n.d.). *Ressources à l'intention des créanciers. Loi sur les arrangements avec les créanciers des companies*. Récupéré du site le 20 mars 2013 de <http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/fra/br02284.html>
- BSF. (2000). *Code de déontologie des syndicats de faillite*. Industrie Canada. Récupéré le 3 mai du site : [http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/vwapj/code_f.pdf/\\$FILE/code_f.pdf](http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/vwapj/code_f.pdf/$FILE/code_f.pdf)
- BSF. (2012). *Ressources à l'intention des créanciers. Loi sur les arrangements avec les créanciers des companies*. Récupéré le 20 mars 2013 du site : <http://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/fra/br02284.html>
- BSF. (2013). Examen oraux devant jury – compétences évaluées. Récupéré le 20 mars 2013 du site : <https://www.ic.gc.ca/eic/site/bsf-osb.nsf/fra/br03049.html>
- Brandeis, L. D. (1914). *Other people's money*. New York: Frederick A.
- Chandler, A. D. (1990). *Strategy and structure : chapters in the history of the industrial enterprise* (Vol. 120). MIT Press.
- CAIRP. (n.d.). *Marque de certification CIRP*. Récupéré le 20 mars 2013 du site : http://www.cairp.ca/membership/CIRP-certification/index_fr.php
- CAIRP. (2009). *Protocole d'entente*. Récupéré le 20 mars 2013 du site : http://www.cairp.ca/_files/file.php?fileid=filejLUudHzTkc&filename=file_Final_MOU_SIGNED_2009.10.08_FR.pdf
- Chandler, A. D. (1977). *The visible hand : the managerial revolution in America business*. Belknap Pr.
- Commons, John, R. (1934). *Institutional economics*, 1, 224 p.
- Davis, G., Diekmann, K., et C. Tinsley (1994), « The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form », *American Sociological Review*, Vol. 59, No. 4. (Aug., 1994).
- Davis, S. J., Haltiwanger, J. C., Jarmin, R. S., Lerner, J., & Miranda, J. (2011). *Private equity and employment* (No. w17399). National Bureau of Economic Research.

- Deslauriers, J. (2011). *La faillite et l'insolvabilité au Québec*. Montréal, Wilson & Lafleur.
- Dezalay, Y. (1993). «Multinationales de l'expertise et » dépérissement de l'État ». *Actes de la recherche en sciences sociales*, 96(1), 3-20.
- Dobbin, F. et N. Zorn (2005), « Corporate Malfeasance and the Myth of Shareholder Value », *Political Power and Social Theory*, 17 : 179-198
- Duhaime, É., Hanin, F., L'Italien, F., & Pineault, É. (2010). Financiarisation de la stratégie d'entreprise et restructuration de l'industrie forestière. Étude de l'entreprise Tembec. *Recherches sociographiques*, 51(1-2), 125-150.
- Ernst et Young. 2010, Rapports du contrôleur. Disponibles à l'adresse suivante : www.ey.com/ca/WhiteBirch (page consultée le 20 mars 2013).
- Foresttalk. (2012, 29 septembre). Peter Brant uses personal art collection to recapitalize White Birch newsprint business. Récupéré le 24 avril 2013 du site : <http://foresttalk.com/index.php/2012/09/29/peter-brant-uses-personal-art-collection-to-recapitalize-white-birch-newsprint-business/>
- Foresttalk. (2012, 19 septembre). BD White Birch Investment LLC completes acquisition of White Birch Paper Company. Récupéré le 24 avril 2013 du site : <http://foresttalk.com/index.php/2012/09/19/bd-white-birch-investment-llc-completes-acquisition-of-white-birch-paper-company/>
- Froud, Julie et Karel Williams (2007), « Private equity and the culture of value extraction », *New Political economy* 12 (3).
- GMB, (2007), Private Equity's Broken Pension Promises, Private Equity Companies' links to insolvent pension funds, a CEC SPECIAL REPORT 2007, Annual Congress, Sunday 3rd June – Thursday 7th June, Disponible à l'adresse suivante [Consulté le 21 février 2013] : <http://www.iufdocuments.org/buyoutwatch/broken%20pension%20promises%20private%20equity%20gmb%20congress%202007.pdf>
- Goldschmid, P. M. (2005). More Phoenix than Vulture: The Case for Distressed Investor Presence in the Bankruptcy Reorganization Process. *Colum. Bus. L. Rev.*, 191.
- Hall, P. A., & Soskice, D. W. (Eds.). (2001). *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage* (Vol. 8). Oxford : Oxford University Press.
- Hanin, F., Côté, J., Thibault, P., L'Italien, F., Lapointe, P.-A., et Bouthillier, Luc. (2013). *La restructuration financière de Papiers White Birch et les enjeux pour l'usine Stadacona de Québec*. Québec, Canada : Cahier de recherche ARUC – Innovations, travail et emploi, département des relations industrielles, Université Laval.
- Investopedia. (2011, 8 février). *Why Hedge Funds Love Distressed Debt*. Récupéré le 18 avril 2013 du site : <http://www.investopedia.com/articles/bonds/08/distressed-debt-hedge-fund.asp>
- Investopedia. (2011, 8 janvier). *How to Profit From Debt Securities in Failing Companies*. Récupéré le 18 avril 2013 du site : <http://www.investopedia.com/articles/stocks/07/distressed-debt.asp>
- Kirat, T. (2012). *Économie du droit*. Coll. Repères, La Découverte.
- Lazard. (n.d.) *About Lazard*. Récupéré le 15 mars 2013 de : <http://www.lazard.com/AboutLazard/History.aspx>
- Leduc, A. (2005). Les limites de la "juridiction inhérente" du tribunal et le cas du financement débiteur-exploitant ("DIP financing") en droit civil québécois, *Revue juridique Thémis*, 39(3), 551-593.
- Legault, G. A. (2010). *Professionalisme et délibération éthique*, Québec, Presses de l'Université du Québec.

- L'Italien, François (2012). *Béhémoth Capital. Contribution à une théorie dialectique de la financiarisation de la grande corporation*, thèse de doctorat, Université Laval.
- L'Italien, F., Hanin, F., Duhaime, É., & Pineault, É. (2011). « La financiarisation du secteur forestier : le cas de Produits Forestiers Résolu ». *Revue Interventions économiques. Papers in Political Economy*, (44).
- Lambert, R., Webster, E., & Bezuidenhout, A. (2012). Global labour studies : the crises and an emerging research agenda. *Labor History*, 53(2), 291-298.
- Ministère du Travail (2013). Stadacona inc. Récupéré le 18 juin 2013 du site : http://www.travail.gouv.qc.ca/fileadmin/fichiers/Documents/ententes_negociees/2013-01-A/Stadacona_inc.pdf
- Morin, F. (1974). *La structure financière du capitalisme français*. Paris, Calmann-Lévy.
- Segal, D. (2010, 23 janvier). For Richer or for ... Not Quite as Rich, Récupéré le 18 juin 2013 du site du New York Times http://www.nytimes.com/2010/01/24/business/media/24brant.html?pagewanted=all&_r=2&
- Pagano, M., & Pica, G. (2012). "Finance and employment". *Economic Policy*, 27(69), 5-55.
- Perlo, V. (1957). *The Empire of High Finance*. New York, International Publishers.
- Resource recycling. (2011, novembre). SP Newsprint files for Bankruptcy. Récupéré le 27 avril 2013 du site <http://resource-recycling.com/dote/2268>
- Sutton V. (2012). Pensions and commissions result in a negative value for White Birch. *Real Time Report*. Février, Disponible à l'adresse suivante : www.realtimereport.com
- Sutton V. (2011). The White Birch Bankruptcy : Pensions, Extensions and Commissions. Juillet, Disponible à l'adresse suivante : www.realtimereport.com
- Total Prepetition Liabilities by Legal Entity and Creditor (2010, 4 mars). (PrelimlistofcreditorsMarch0410.pdf) www.ey.com/ca/WhiteBirch (page consultée le 20 mars 2013)
- Useem, Michael (1996), *Investor Capitalism*, New York, Basic Books.
- Veblen, T. (1923). *Absentee ownership: Business enterprise in recent times: The case of America*. Transaction Publishers.
- Watt, A. (2008). The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. *Industrial Relations Journal*, 39(6), 548-568.
- Weiss, M. & Kazakina, K. (2012, 28 septembre). *Baron Brant Pledges Warhols to Revive Family Business*. Récupéré le 24 avril 2013 du site : <http://www.bloomberg.com/news/2012-09-28/baron-brant-pledges-warhols-to-revive-family-business.html>
- Wharton School of the University of Pennsylvania. (2006). *Bad News Is Good News: 'Distressed for Control' Investing*. Récupéré le 10 janvier 2013 du site : <http://knowledge.wharton.upenn.edu/cfm?articleid=1455&specialid=52>
- Wood, G., & Wright, M. (2009). Private equity : a review and synthesis. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 361-380.
- Zorn, D., Dobbin, F., Dierkes, J., & Kwok, M. (2006). The New New Firm : Power and Sense-making in the Construction of Shareholder Value. *Nordiske Organisationsstudier*, 3.

Sources juridiques

United States Bankruptcy Court for the Eastern District of Virginia Richmond Division. (2010). Application of Bear Island Paper Company, L.L.C. for entry of an order authorizing the Employment and retention of Lazard Frères & CO. LLC As Investment Banker and Financial Advisor to the Debtor NUNC PRO TUNC to the Petition Date. Case no. 10-31202 (DOT). Récupéré du site GCG : http://www.gcginc.com/cases/bip/pdflib/178_31202.pdf

USC, Bankruptcy Code, chapter 11 – Reorganization. Récupéré le 27 mars du site <http://uscode.house.gov/download/pls/11C11.txt>

Cour d'appel du Québec. (2010, 1 novembre). Reasons for Judgment Pronounced Orally on October 25, 2010, no 500-09-021082-102 (no 500-11-038474-108). (Judgment on appeal by Sixth Avenue V2.pdf). www.ey.com/ca/WhiteBirch (page consultée le 20 mars 2013)

Cour Supérieure du Québec. (2010, 24 février). Petition for the Insuance of the Initial Order, no 500-11-038474-108. (PetitionInitialOrderFeb242010fr.pdf) www.ey.com/ca/WhiteBirch (page consultée le 20 mars 2013)

Cour Supérieure du Québec. (2010, 23 septembre). Contestation of the Debtors' Motion to Approve the Sale of Substantially all of the WB Group's Assets and Cross-demand by the Intervening Parties, no 500-11-038474-108. (Contestation Sixth Avenue.pdf) www.ey.com/ca/WhiteBirch (page consultée le 20 mars 2013)

Cours Supérieure du Québec. (2010, 23 septembre). Intervention and memorandum of arguments of BD White Birch Investment LLC. (Intervention BDWBI.pdf) www.ey.com/ca/WhiteBirch (page consultée le 20 mars 2013)

Institut Canadien d'Information Juridique. (n.d.) Loi sur les arrangements avec les créanciers des companies. Récupéré de 23 mars 2013 du site : <http://www.canlii.org>

Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies, L.R.C. (1985), c. C-36., Récupéré du site : <http://laws-lois.justice.gc.ca/PDF/C-36.pdf>

