

# Règle de Droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire...<sup>1</sup>

## ...Ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance

Sophie Vermeille

Chercheur, Laboratoire d'économie du droit  
Université Panthéon-Assas (Paris 2) – PRES Sorbonne  
Universités  
Directrice de l'Institut Droit & Croissance/Rules for  
Growth<sup>2</sup>

**RÉSUMÉ :** Dans un contexte de renforcement des normes prudentielles, l'accroissement de la part du financement des entreprises par d'autres acteurs que les établissements de crédit est impératif. Ces efforts, en fonds propres ou sous forme de prêts, se réalisent d'autant plus que lesdits acteurs se voient offrir au préalable un cadre légal favorable, protecteur et stabilisé, dans lequel s'inscrira leur investissement. L'analyse de différents aspects du droit français laisse penser qu'il ne facilite pas cette évolution, en raison de certains partis pris de la jurisprudence dans l'interprétation de la règle, mais surtout de rigidités de la norme, conduisant à des maladroites, voire des erreurs de positionnement du droit français.

Spécifiquement, en matière de financement sous forme de prêt, la combinaison du droit des entreprises en difficulté et du droit des sûretés revêt une importance particulière quant à la possibilité pour un prêteur de maîtriser son risque en cas de défaillance de l'emprunteur. En matière de financement en fonds propres, le droit des sociétés doit permettre aux parties dans les opérations de capital risque de surmonter les difficultés liées à l'existence d'un aléa moral significatif, d'une grande asymétrie d'information et d'une variabilité potentielle des flux futurs de trésorerie disponibles significative.

1 Cet article revient plus en détails sur les thèmes abordés par l'auteur dans un des compléments au rapport du Conseil d'analyse économique (sous la direction d'Olivier Garnier et de Jean-Paul Pollin), relatif aux modes de financements alternatifs au crédit bancaire dans le contexte de Bâle III. Le rapport et ses compléments sont disponibles à la Documentation Française ainsi que sur le site internet du Conseil d'analyse économique ([www.cae.gouv.fr](http://www.cae.gouv.fr)).

2 L'institut Droit & Croissance/Rules for Growth est un *think tank* indépendant, comprenant des chercheurs et des acteurs économiques de tous horizons. Ses membres considèrent qu'un système juridique davantage efficient au service de la croissance est de l'ordre de notre responsabilité commune. Ce *think tank* est ouvert à tous les courants de pensée désireux de promouvoir l'éducation, la recherche transversale en éco-droit-finance, l'économie de marché et la construction européenne : [www.droitetcroissance.com](http://www.droitetcroissance.com).

La question se pose de savoir si une révision de la stratégie menée dans ces domaines par le législateur français et le législateur européen est nécessaire, afin de favoriser le financement, à l'échelle européenne, des sociétés et des projets risqués par le capital investissement et les marchés financiers. Frappées durement par la crise économique et financière, tenues de relever le défi de la course mondiale à l'innovation, la France, comme l'Europe doivent réorganiser au plus vite leur système juridique. A défaut, ne s'expose-t-on pas à voir le risque d'une « Décennie Perdue » devenir réalité ?

**MOTS CLEFS :** Droit des entreprises en difficulté. – U.S. Bankruptcy Code. – Chapter 11. – Chapter 7. – Absolute priority rule. – Adequate protection. – Procédure de sauvegarde. – Procédure de redressement judiciaire. – Procédure de liquidation judiciaire. – Procédure de sauvegarde financière accélérée. – Conciliation. – Mandat ad hoc. – Sûretés réelles. – Droit des sociétés. – Droit bancaire. – Monopole bancaire sur les opérations de crédit. – Obligations sécurisées. – Covered bonds. – Distressed investors. – Fonds de dette. – Fonds de retournement. – Normes prudentielles. – Fonds de capital-risque (venture capital). – Aléa moral. – Comportements opportunistes. – Asymétrie d'information. – Anti-sélection. – Effets secondaires. – Externalités. – Structure organisationnelle. – Gouvernance d'entreprise (corporate governance). – Fusions et acquisitions de sociétés en difficulté. – Bâle III. – Directive OPCVM. – Règlement CE 1346/2000 relatif aux procédures d'insolvabilité. – Statut d'entrepreneur individuel à responsabilité limitée (EIRL). – Loi Lagarde sur les délais de paiements. – Droit européen. – Common law. – Droit civil. – Droit continental. – Law & Economics. – Droit du travail. – Jurisprudence co-emploi. – Reclassement des salariés au sein d'un groupe. – Dérivés de crédit. – CDS. – Fonds spéculatifs. – Hedge funds. – Obligations à rendement élevé (high yield). – Fallen angels. – Rising stars. – Debtor-in-Possession loan. – Privilège de conciliation (new money). – Privilège de procédure. – Conversion de dette en actions. – Debt to equity swap. – Opérations de loan to own. – Négociations amiables. – Dette mezzanine. – Second lien loan. – Produits hybrides. – Titres super-subordonnés. – Actions de préférence. – Marchés financiers. – Titrisation. – Étude comparative. – Systèmes juridiques. – Subordination structurelle. – Subordination contractuelle. – Forum shopping. – Special purpose vehicle (SPV). – « Flight to quality ». – Petites et moyennes entreprises (PME). – Entreprise de taille intermédiaire (ETI). – Start up. – Droit français. – Droit allemand. – Droit anglais. – Droit fédéral américain. – Droit luxembourgeois. – Incertitude juridique. – Sécurité juridique. – Prévisibilité. – Technique de la double Luxco. – Innovation. – Concurrence. – Notation investment grade. – Liquidité. – Marché secondaire. – Marché primaire. – Pouvoir judiciaire. – Affaire Eurotunnel. – Affaire Technicolor. – Affaire Cœur Défense.

## Introduction

### I. Règle de Droit et développement des marchés financiers : l'exemple du marché obligataire à haut rendement (*high yield*)

1. Approche économique du droit américain des entreprises en difficulté
2. Approche classique du droit français des entreprises en difficulté (et de la plupart des autres droits européens...)
  - Droit français
  - Autres droits européens
  - Impact sur la structuration du marché *high yield* en Europe
3. Marchés obligataires *high yield* et institutions judiciaires
4. Tentatives de remède à la marge des déficiences de la Règle de Droit : exemple des obligations sécurisées (*covered bonds*)

### II. Règle de Droit et accès des fonds d'investissement au marché du crédit primaire et secondaire

1. Porteurs de dette mezzanine : victimes ou bourreaux ?
2. Atrophie du marché des fusions-acquisitions de sociétés en difficulté (« *distressed M&A* »)
3. Absence d'un marché du financement des sociétés placées en procédure collective
4. Monopole bancaire sur les opérations de crédit et l'impossible accès des fonds d'investissement au marché primaire et secondaire de la dette

### III. Règle de Droit et développement du marché du *venture capital*

1. Analyse comparée de la pratique du *venture capital* en France et aux États-Unis
  - La pratique aux États-Unis
  - La pratique en France
2. Impact de la Règle de Droit sur la relation fondateurs/investisseurs dans les sociétés financées par l'industrie du *venture capital*
  - Influence de la Règle de Droit sur la structure organisationnelle de la société en phase de capital création
  - Influence de la Règle de Droit sur l'accès des sociétés détenues en portefeuille à d'autres marchés du financement

### IV. Perspectives : vers une Règle de Droit efficiente en France et en Europe ?

1. Effets induits d'une Règle de Droit inefficace, efficacité limitée des mesures de remèdes et approche économique du droit
  - Effets diffus – Impact méconnu de la Règle de Droit
  - Un changement de méthode nécessaire : une approche transversale éco-droit en collaboration avec la recherche universitaire
2. Évolution nécessaire en particulier du droit français des entreprises en difficulté, du droit français des sociétés et du droit français des sûretés conjointement à l'évolution de l'économie et de la finance

**Une révision nécessaire des objectifs de la loi en matière de traitement des entreprises en difficulté en tenant compte de l'évolution de la finance**

**La question de la finalité redistributive de la loi et en particulier du sort des salariés**

**Une coordination plus harmonieuse du droit des entreprises en difficulté et du droit des obligations**

**Le renouveau espéré du droit français des sûretés réelles portant sur les actifs essentiels à l'activité de la société**

**Une coordination plus harmonieuse du droit de la protection des créanciers et du droit de la protection des entrepreneurs**

### **3. Révision impérative de la stratégie européenne en matière de protection des droits des investisseurs**

**Une harmonisation nécessaire du droit des entreprises en difficulté à l'échelle européenne**

**Une nécessaire révision de la stratégie européenne en matière d'harmonisation du droit des sociétés**

### **4. Une nécessaire approche transversale de l'économie (macro et micro) dans l'appréciation de l'impact de l'inefficacité de la Règle de Droit**

## **V. Institutions judiciaires et enjeu sur le développement des marchés du financement**

**1. Indépendance, expertise et efficacité des institutions judiciaires**

**2. Institutions judiciaires et prévisibilité des décisions de justice**

## **Conclusion**

### **À l'attention du lecteur**

Les vues exprimées dans le présent article sont exclusivement celles de son auteur. Cet article est toutefois le résultat d'un grand nombre de consultations. Remerciements à Louis Grégoire Sainte Marie pour sa précieuse contribution à la rédaction et à tous ceux qui ont contribué au complément et à cet article par leur relecture et leur validation scientifique sur une version antérieure, en particulier : Françoise Pérochon (*Professeuse Agrégée des Facultés de droit, Montpellier*), Thierry Bonneau (*Professeur Agrégé des Facultés de droit, Paris II*), Philippe Roussel Galle (*Professeur des Universités, Le Havre*), Jean-Luc Vallens (*Cour d'appel de Colmar, professeur associé, Strasbourg et Paris I*), Jézabel Couppéy-Soubeyran (*Maître de conférences, Paris I*), Pierre-Henri Conac (*Professeur à l'Université du Luxembourg*), Wolf-Georg Ringe (*Maître de conférences, Université d'Oxford*), Mathias Siems (*Professeur de droit, Université de Durham*), Régis Baudoin (*Direction générale du Trésor*), Pierre-Philippe Vaissé (*Autorité de Contrôle Prudentiel*), Hubert de Vauplane (*Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP, Professeur des Universités associé à Paris II*), Jeremy Dickens (*ancien associé, Weil Gotshal & Manges, New York*), Ronit Berkovich (*Weil Gotshal & Manges, New York*), Arnold Buessemaker (*Weil Gotshal & Manges, Munich*), David Aknin, Guillaume Valois (*Weil Gotshal & Manges, Paris*), James Cole (*Weil Gotshal & Manges, Londres*), George Stephanakis (*Cravath, Londres*), Richard Tett, Simone Bono, Harriet Perry (*Freshfields Bruckhaus Deringer, Londres*), Christoph Gleske (*Freshfields Bruckhaus Deringer, Frankfurt*), Leo Plank (*Kirkland Ellis, Munich*), Tomas Richter (*Clifford Chance, Prague*), Pierre-Louis Perrin (*SJ Berwin, Paris*), Pierre Verlé (*Butler Investment Managers, Londres*), Maud Manon (*Frieh Bouhenic*), Nicolas Laurent (*Bredin Prat*), Cécile Dupoux (*Linklaters, Paris*), Alexandra Bigot (*Willkie Farr & Gallagher, Paris*), Stephen Portsmouth, Olivier Chéreau, Jean-Marc Planche (*Société Générale, Paris*), Vincent Escallier (*Société Générale, Londres*), Hugues Maisonnier, Daniel Poisson (*BNP Paribas, Paris*), Eric Harlé (*iSourceVC*), Jérôme Snollaerts (*Capdecisif Management*), Guillaume d'Azémar de Fabrègues (*SGT*), Jean Schmitt (*Jolt-tech*), Mathieu Guillemain (*Oaktree Capital Management, Paris*), Marc Benchimol (*Mezzanis, Crédit Agricole Private Equity*), Michel Chabanel (*Céréa Gestion*), Christian Leonetti (*CDC Entreprise*), Pierre Costes (*Butler Capital Partners*), Amita Tripathi, Sharad Tripathi et Christine Beauvais (*Fluidyn*), Jean-Christophe David (*Allen Overy, Paris*), Olivier Jouffroy (*Herbert Smith, Paris*), Alexandre Omaggio (*FTPA*), François Leblanc (*Fluigent*), Renaud Vaillant (*Theravecyts*), Jean Martinez (*Hogan Lovells, Paris*), Pierre-Marie Ouchet (*Baker & McKenzie, Paris*), Christine Van Gallebaert (*Gide Loyrette Nouel, Paris*), Arnaud Arrecgros (*AMMC Law, Luxembourg*) et certains relecteurs anonymes. Toute erreur subsistante incomberait exclusivement au signataire de ces lignes.

## Introduction

1. Suite au renforcement des normes prudentielles (Bâle 3), un grand nombre d'observateurs estiment que les établissements bancaires diminueront probablement leur contribution au financement de l'économie<sup>3</sup>. Cette évolution du rôle des banques dans le financement de notre économie invite à réexaminer le droit français dans la mesure où la Règle de Droit (telle que défini ci-après) a un impact sur le développement de modes de financement désintermédiés, à savoir les marchés financiers<sup>4</sup> et le capital investissement. En dépit des efforts louables de réforme du législateur français au cours des dernières années, il semblerait que le cadre juridique français actuel ne permette toujours pas de répondre de manière satisfaisante à un tel enjeu.

2. En France, les investisseurs perçoivent actuellement un relatif climat d'insécurité juridique dont les effets vont pour les entreprises, d'un simple rehaussement du coût de leur financement, à une absence totale d'accès à certains marchés du financement<sup>5</sup>. Ce climat d'insécurité juridique résulterait, soit d'une erreur de positionnement du droit, liée le plus souvent à une certaine rigidité de la règle, soit d'un parti pris de certaines juridictions quant à l'interprétation de la norme. L'objet de cet article sera d'en faire la démonstration.

3. Ce climat d'insécurité juridique serait en effet particulièrement prégnant à travers la notion de « Règle de Droit » qui désigne ici :

- l'approche du droit des entreprises en difficulté, reposant à l'origine et restant focalisée sur le modèle de la petite entreprise dont l'organisation repose sur le capital humain du dirigeant entrepreneur, responsable sur ses biens propres du passif de la société ;
- le droit des sûretés, rendu en grande partie inefficace et confus par l'orientation du droit des entreprises en difficulté et par le manque d'articulation entre ces deux branches du droit ;
- les rigidités du droit des sociétés en matière, par exemple, de protection des porteurs de titres de toute nature (actions, obligations, valeurs mobilières composées), empêchant la mise en place de mécanismes de nature contractuelle parfois plus adéquats pour les parties averties ;
- l'approche de certaines juridictions en droit social à l'égard, notamment, des salariés licenciés dans le cadre d'un licenciement pour motif économique, susceptible de bouleverser la politique d'investissement des fonds d'investissement dans des sociétés ou des projets risqués ;

– enfin, les règles relatives au champ d'application du monopole bancaire, lesquelles s'opposent indistinctement à la réalisation par les fonds d'investissement d'opérations de crédit primaires ou secondaires quelles qu'elles soient, sur des marchés où le rôle des établissements bancaires est par nature réduit.

4. Il s'avère que la Règle de Droit interfère dans les choix d'investissement des pourvoyeurs de capitaux externes qui s'intéressent au financement de projets risqués, portés par des entreprises dont la probabilité de défaut est non négligeable, que ces entreprises connaissent ou non des difficultés financières. Or, considérer l'investissement dans des projets risqués est une question importante. Investir dans des projets ayant une forte probabilité d'échec est une activité inhérente à toute économie axée sur l'innovation et donc la prise de risque.

5. L'objet de cet article est d'attirer l'attention sur les effets de la Règle de Droit face aux besoins de financement des entreprises de taille intermédiaire (ETI), des sociétés en forte croissance (*start up*) et des sociétés en difficultés financières. Ces sociétés sont amenées à représenter une quote-part de plus en plus significative des investissements réalisés dans nos économies modernes.

6. Les problématiques rencontrées par les sociétés qui représenteraient une opportunité d'investissement moins risquée et qui renverraient, en premier lieu, aux règles relatives à la transparence des marchés et à la fiscalité, ainsi qu'au degré d'expertise des régulateurs et des intermédiaires financiers<sup>6</sup>, ne seront pas prises en compte. Elles contribuent en effet de manière générale au développement des différents marchés du financement.

7. Une littérature abondante en économie et en finance met en évidence la relation existant entre :

- d'une part, la capacité d'un droit à créer un climat de sécurité juridique, lequel résulte à la fois du caractère prévisible des décisions rendues par les juges et de l'adaptation du droit à l'évolution de l'économie, c'est-à-dire, du bon positionnement de la Règle de Droit, et
- d'autre part, le développement et la liquidité des marchés financiers.

8. Un certain nombre d'économistes/juristes ont conduit des analyses comparatives très générales sur ce sujet, à l'appui notamment d'indicateurs comme mesure de l'efficacité du droit, mettant en avant l'attrait relatif de la *Common law* en comparaison des droits de tradition civiliste<sup>7</sup>. Cet article s'inscrit dans une démarche un peu différente. Il est pris le parti

3 V. à cet égard le chapitre 1 du rapport du Fonds Monétaire International, « *Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability* » (Washington, Avril 2012).

4 V. par ex. B. Black « *The legal and institutional preconditions for strong securities markets* » *UCLA Law Review*, Vol. 48, pp 781-855, 2001. V. également la comparaison entre le modèle de marchés financiers dominés par les établissements bancaires, qui prévaut en Europe continentale, et le modèle centré sur les marchés financiers comme aux États-Unis et au Royaume-Uni.

5 V. par ex. les rapports spécifiques de Standard & Poor's sur la situation française « *Debt recovery for creditors and the law of insolvency in France* » en date du 22 mars 2007, et sa mise à jour « *French insolvency regime remains unfriendly to creditors despite recent reform of safeguard proceedings* » du 10 mars 2009.

6 En outre, la réglementation sur les délits d'initié et les manipulations de cours, ainsi que l'application qui en est faite par les juridictions concernées, participent à la formation des marchés financiers. V. pour un récapitulatif de l'ensemble des conditions essentielles au développement des marchés financiers, B. Black « *The legal and institutional preconditions for strong securities markets* » *ibid.*

7 V. par ex. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny « *Legal determinants of external finance* » *Journal of Finance* 52 p. 1131-50 (1997) ; R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny « *Law and finance* » *Journal of Political Economy* 106 p. 1113-55 (1998). Dans les années 90, La Porta et ses collègues, le groupe « LLSV » ont, à l'appui d'un certain nombre d'indicateurs, avancé l'idée selon laquelle la tradition d'origine d'un système juridique donné (schématiquement *common law* versus *civil law*) affecte significativement la manière dont les juridictions étudiées régulent leur économie et donc leurs perspectives de croissance.

qu'une approche moins académique et centrée sur certains aspects spécifiques du droit permet de mieux illustrer les effets induits d'un mauvais positionnement de la loi ou d'un biais de la jurisprudence. Cet article procède ainsi à une appréciation des effets tangibles sur certains marchés du financement de l'application conjointe de certaines branches spécifiques de l'ordre juridique français – la Règle de Droit – à l'appui d'une analyse comparée (en particulier, du système juridique américain, anglais, allemand et luxembourgeois)<sup>8</sup>.

9. Plusieurs techniques d'investissement seront ainsi étudiées (**Partie I à III**) : les obligations à haut rendement (*high yield*), les obligations sécurisées (*covered bonds*) et les obligations mezzanine souscrites par des investisseurs institutionnels, le prêt racheté sur le marché secondaire par un fonds de dette en vue de prendre, le cas échéant, le contrôle de l'emprunteur en difficultés financières (opération dite de « *loan to own* »), le prêt que pourrait réaliser un investisseur au profit d'une société placée en procédure collective, et enfin les actions de préférence souscrites par un fonds de *venture capital*. Cet article conclut en faveur d'une révision de certaines normes, françaises et/ou européennes (**Partie IV**) et à une réforme en profondeur des institutions judiciaires (**Partie V**) afin de favoriser le financement par les marchés financiers et le capital investissement des sociétés et des projets risqués.

## I. Règle de Droit et développement des marchés financiers : l'exemple du marché obligataire à haut rendement (*high yield*)

10. Le marché obligataire *high yield* est le marché sur lequel s'échangent des titres émis par des sociétés qui ne bénéficient pas d'une notation *investment grade*<sup>9</sup> et dont le paiement est historiquement contractuellement subordonné à celui de dettes plus *senior*, tels les prêts bancaires<sup>10</sup>. Les titres peuvent soit ne pas être garantis, en l'absence de sûreté réelle (ils sont

dits *unsecured*), soit être garantis par des actifs affectés en gage de second rang (après extinction des droits des créanciers privilégiés plus *senior*). Nous nous attacherons à établir un lien entre le développement de ce segment des marchés obligataires et la Règle de Droit.

11. Les investisseurs spécialisés qui interviennent sur ce segment acceptent typiquement un profil de risque plus élevé que les banques traditionnelles. Leur objectif est de choisir un actif susceptible d'offrir un rendement attractif et parfois, pour les investisseurs intervenant sur le marché secondaire, la perspective d'un gain supplémentaire sous forme de plus-value de cession en anticipant le rehaussement de la notation des titres. On peut dès lors distinguer deux types d'investisseurs :

- les *asset managers* (« *real money investors* ») qui ont un horizon d'investissement long. Leur décision d'investissement est fondée sur la capacité de l'émetteur à servir sa dette et à la rembourser ou à la refinancer à terme. Le rendement proposé par rapport à la notation est également important ;
- les *hedge funds* (« *hot money investors* ») qui ont un horizon d'investissement plus court et plus spéculatif.

12. En général, la première catégorie intervient lors de l'allocation faite par les banques arrangeuses et la seconde permet d'assurer la liquidité du titre sur le marché secondaire.

13. Compte tenu des impératifs de liquidité, les émissions obligataires *high yield* sont rarement inférieures à 200 millions de dollars. Les États-Unis, lieu de naissance du marché *high yield*, ont à cet égard un avantage comparatif indéniable : un marché intérieur de taille significative<sup>11</sup>, une langue et une culture des affaires commune, mais surtout une seule loi fédérale pour traiter les défaillances d'entreprise. Ce marché répond aux besoins d'un large éventail d'entreprises, parmi lesquelles figurent les grandes entreprises ayant perdu leur notation *investment grade* (« *fallen angels* »), les entreprises en quête de solutions de refinancement et les entreprises en passe de devenir *investment grade* (« *rising stars* »), cette dernière catégorie regroupant à la fois des grands émetteurs dont les performances financières s'améliorent et des ETI (y compris certaines *start up* arrivant à dégager un résultat opérationnel suffisant)<sup>12</sup>.

14. Etant donné les contraintes en termes de liquidité, on peut augurer que le développement d'un marché similaire ne se

.....  
Selon eux, les juridictions de tradition civile seraient désavantagées, celles-ci étant moins promptes à s'adapter à l'évolution de l'économie et de la finance. Depuis, les premiers travaux du groupe LLSV ont été contestés en partie par un certain nombre d'auteurs, en raison notamment du caractère trop général des critères utilisés au soutien de leur thèse. Toutefois l'apport essentiel des travaux du groupe LLSV, mettant en avant l'importance du système juridique dans le développement économique, reste significatif auprès de la communauté scientifique. V. par ex. R. Michaels « *Comparative Law by Numbers ? Legal Origins Thesis, Doing Business Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law* ». American Journal of Comparative Law Volume 57, Issue 4/Automne 2009. V. également J. Armour, S. Deakin, V. Mollica, M. Siems « *Law and financial development : What we are learning from time-series evidence* » (2010) Brigham Young University Law Review p. 1435. Le groupe LLSV a depuis revu certaines de ses positions, abandonnant l'usage de certains indices jugés trop simplistes. Il maintient néanmoins sa thèse centrale selon laquelle l'origine d'un système juridique est un critère important dans le développement économique futur du pays considéré, ce critère se distinguant selon lui de la culture, de l'histoire et de la vie politique du pays considéré. V. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer « *The Economic Consequences of Legal Origins* », (2007) disponible sur www.ssrn.com.

8 L'approche par index utilisée par l'équipe *Doing Business* de la Banque Mondiale, jugée trop restrictive, ne sera ainsi pas traitée.

9 Une notation *Investment grade* correspond aux notations situées entre AAA et BBB, selon l'échelle de Standard & Poor's, soit un niveau de risque faible. Certains investisseurs institutionnels sont contraints de n'investir que dans des entreprises *investment grade*.

10 Nous verrons que la structuration des émissions d'obligations *high yield* a évolué, particulièrement en Europe, pour tenir compte des défauts des systèmes juridiques applicables. Cf. § 51.

.....  
11 Ainsi, même dans les industries réglementées, le marché intérieur américain est, en comparaison du marché européen, de taille significative. Un bon nombre de ces industries sont en effet réglementées aux États-Unis au niveau fédéral principalement, comme le marché de l'énergie ou des médicaments. Dès lors, pour les sociétés de croissance européennes, la pénétration des marchés adjacents à leur marché d'origine est plus difficile que sur le marché intérieur américain. Justifier d'un plan d'affaires suffisant pour lever des fonds au niveau minimal requis s'avère souvent problématique, en Europe tant que les sociétés concernées n'ont pas obtenu toutes les autorisations réglementaires nécessaires dans les pays européens voisins à leur marché d'origine.

12 Trente ans auparavant, les émetteurs de dette *high yield* étaient quasiment exclusivement des « *fallen angels* ». C'était un « petit » marché de moins de 10 milliards. Depuis, le marché a pu atteindre le trillion de dollars au plus haut du dernier cycle haussier en 2007. Il n'est plus dominé par les « *fallen angels* » mais par des nouveaux émetteurs. V. H. Miller « *Chapter 11 in Transition—From Boom to Bust and Into the Future* » 81 AM, BANKR, L. J. (2007) p. 381. Pour ces nouveaux émetteurs, l'accès au marché obligataire *high yield* peut présenter une première chance d'inviter des investisseurs à participer à leur financement, avant que celles-ci ne décident de faire admettre leurs actions à la cotation sur un marché réglementé.

réalisera pleinement qu'à l'échelle européenne et si l'accès des entreprises au marché obligataire devient un axe stratégique de la politique réglementaire de l'ensemble des États Membres.

15. La liquidité d'un marché obligataire *high yield*, qui par nature regroupe des émetteurs dont la probabilité de défaut est élevée, dépend, en grande partie, de la capacité des investisseurs à anticiper les conséquences sur le plan juridique d'un défaut de l'émetteur, lequel affecterait la valeur de leurs créances, c'est-à-dire le *quantum* des pertes que subiraient les créanciers. La Règle de Droit est, à ce titre, un critère important dans la décision d'investissement, et en particulier le droit des entreprises en difficulté, dont les effets sur la valeur des titres de créance doivent, du point de vue des investisseurs, être prévisibles<sup>13</sup>. Ces critères sont essentiels dans la notation des titres émis et de l'emprunteur par les agences de notation<sup>14</sup>.

16. A cet égard, le droit américain présente des caractéristiques plus favorables pour ce type d'investissement que le droit français.

## 1. Approche économique du droit américain des entreprises en difficulté

17. A partir du moment où une société à responsabilité limitée est viable sur le plan opérationnel, mais en situation d'insolvabilité<sup>15</sup>, sa gouvernance doit être modifiée. Il convient de préserver l'entreprise (l'outil de production de biens ou de services) du risque d'aléa moral que les associés pourraient faire peser sur son activité. Plus précisément, en période d'insolvabilité, il existe un certain nombre de décisions, dites opportunistes, qui vont s'opérer au détriment de la poursuite normale de l'activité. Les associés peuvent vouloir financer seulement des projets très risqués (parmi tous les autres envisageables), dans l'espoir d'un retournement suffisant pour qu'ils récupèrent leur investissement, parallèlement, les dirigeants de l'emprunteur peuvent vouloir financer les pertes par souscription de nouveaux emprunts, transférer des actifs à prix décoté, ou plus simplement verser un dividende. Puisque les conséquences négatives de ces décisions opportunistes sont supportées, non par ceux qui prennent ces décisions, mais par des tiers, en l'occurrence les créanciers au sens large, les actionnaires et les dirigeants de l'emprunteur sont dans une situation dite d'aléa moral<sup>16</sup>.

13 V. Par ex. le rapport de Standard & Poor's sur Cegedim : [http://www.cegedim.fr/finance/PDF/2011/Cegedim\\_SA\\_Recovery\\_Rating.pdf](http://www.cegedim.fr/finance/PDF/2011/Cegedim_SA_Recovery_Rating.pdf)

14 A cet égard, les émetteurs de taille moyenne – bien que performants – sont moins bien notés que les émetteurs de taille plus significative, même moins performants, la notation tenant compte du niveau de perte en cas de défaut de l'émetteur (et donc de la valeur liquidative de ce dernier). Si la notation n'empêche pas en soi l'émission des obligations, elle a un impact sur le coût du crédit, les perspectives de trésorerie futures de la société devant être dès lors suffisamment solides pour absorber ce coût (sauf si un risque d'anti-sélection est identifié cf. § 44).

15 Nous considérons qu'une société est viable sur le plan opérationnel à partir du moment où la valeur de l'entreprise de la société déterminée sur la base de l'ensemble ses actifs et de son capital humain est supérieure à la somme de la valeur de ses actifs pris individuellement. Autrement dit, une société est viable si ses perspectives de trésorerie disponible futures sont supérieures au produit qu'on pourrait attendre de la cession de ses actifs vendus séparément. La société est dite « insolvable » à partir du moment où il est convenu que ses perspectives de trésorerie disponible futures ne lui permettront pas de régler toutes les échéances de la dette.

16 L'« aléa moral » est un terme anglo-saxon désignant un risque lié à un

18. Le droit des sociétés de l'État du Delaware, qui prévaut en grande majorité aux États-Unis, et plus généralement les règles en matière de gouvernance d'entreprise traitent essentiellement des relations entre dirigeants et associés et ne sont pas « équipés » pour appréhender, ni matériellement, ni procéduralement, les conflits d'intérêts entre différentes catégories de créanciers/associés. Le rôle d'une loi en matière de traitement des entreprises en difficulté est de contenir et résoudre ces conflits<sup>17</sup>.

19. Pour éviter que la situation d'insolvabilité n'engendre des comportements opportunistes, la procédure de *Chapter 11* poursuit l'objectif de permettre d'acter, sous le contrôle du juge et selon une procédure sécurisée pour l'entreprise, une nouvelle structure de bilan adaptée aux projections raisonnables de flux futurs de trésorerie disponibles de l'entreprise.

20. L'arrêt des poursuites accordé par l'ouverture de la procédure de *Chapter 11* sert essentiellement à recenser les créances et à permettre aux parties prenantes (les créanciers/associés, les dirigeants) de trouver un accord sur une valorisation de la société<sup>18</sup> (et non à permettre aux actionnaires d'inciter la société à attendre que son activité, le cas échéant, se retourne) en fonction de laquelle les droits des différentes classes de créanciers/associés seront déterminés. Il s'ensuit, sous le contrôle du juge, soit une cession de l'entreprise (l'outil de production), soit une conversion de créances en capital. Le souci du redressement de l'entreprise avec un passif adapté aux perspectives de flux de trésorerie future, justifie souvent l'exclusion des associés/créanciers les plus *junior* (sans pour autant que la société soit liquidée), sauf dans le cas où les associés/créanciers les plus *junior* sont prêts à recapitaliser la société de manière suffisante.

21. Le respect des droits *ex ante* des créanciers, et donc du contrat en général, est un principe fondamental du *Chapter 11*. Il est justifié par l'importance que donne la loi américaine au maintien d'une gouvernance de l'entreprise qui reste alignée sur les intérêts de ses propriétaires résiduels (*residual owner*) détenteurs de titres de créances (la « *fulcrum security* ») au niveau desquels, la valeur d'entreprise « casse ». On entend par « propriétaires résiduels » ceux qui perçoivent le profit marginal dégagé par la société après le paiement de toutes les créances<sup>19</sup>. Si on prend pour hypothèse que la société est insolvable, mais viable d'un point de vue opérationnel, les propriétaires résiduels ne sont ni les créanciers qui seraient payés en totalité compte tenu de l'ordre des priorités, ni ceux qui ne seraient pas du tout payés (dans la mesure où le niveau d'endettement de la société est supérieur à la valeur d'entreprise de la société).

comportement humain, c'est plus précisément la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement exposé au risque.

17 V. D. Baird « *The Initiation Problem in Bankruptcy* » (1991) 11 *International Review of Law & Economics* 223.

18 Les créanciers et les actionnaires ont la possibilité de contester devant le juge l'évaluation retenue pour les besoins du plan. Une évaluation n'est toutefois pas toujours réalisée si une vente des actifs est réalisée, conformément à la Section 363 de l'*US Bankruptcy Code*. En effet dans certains cas, si les circonstances le justifient, selon les modalités spécifiques de la Section 363 de l'*US Bankruptcy Code*, le juge peut approuver une cession accélérée de la partie viable des activités de la société à un tiers, sans approbation d'un plan de restructuration par les créanciers. Cf. § 157.

19 C'est-à-dire les créanciers qui ne pourraient pas être complètement remboursés à la date de maturité, mais qui n'auraient pas tout perdu pour autant. V. D. Baird & Th. Jackson, « *Bargaining after the fall and contours of the absolute priority rule* », 55, *U. Chicago Law Review* 738, 761 (1988).

22. En identifiant la ou les classe(s) de créanciers qui subira(en)t les conséquences d'une mauvaise décision – schématiquement, liquidation d'une entreprise viable et réorganisation d'une entreprise non viable ou d'une société insuffisamment désendettée – et en lui (leur) attribuant, à eux seuls, le pouvoir d'approuver ou de rejeter le plan de restructuration, le droit préserve ainsi l'entreprise du risque d'aléa moral résultant du comportement opportuniste des autres classes de créanciers/associés. En effet, dans ce cas, les plus *senior* ne sont pas incités à maximiser la valeur au delà du montant de leur créance<sup>20</sup>, et les plus *junior* n'ont plus rien à perdre.

23. De cette manière le *Chapter 11* est respectueux des accords de partage de risques initiaux, résultant à la fois de l'existence : (i) d'une relation contractuelle implicite entre les associés et la société, le « contrat social » en vertu duquel les associés absorbent les pertes en premier et, (ii) d'un accord passé entre les créanciers et la société (à travers par exemple les conventions de subordination et les sûretés réelles).

24. En outre, le *Chapter 11* facilite en principe la réorganisation des entreprises structurées en société à responsabilité limitée, dont la valeur ne repose pas essentiellement sur le capital humain apporté par le dirigeant entrepreneur et dont la valeur est supérieure à celle de leurs actifs pris séparément (c'est-à-dire celles qui sont viables au plan opérationnel).

25. L'*U.S. Bankruptcy Code* réserve le *Chapter 7* (la procédure de liquidation) aux sociétés qui ne remplissent pas ces critères. L'idée est alors de liquider les actifs de la société, et donc de les allouer séparément sur le marché, et/ou, le cas échéant, de permettre au dirigeant entrepreneur, libéré de tout ou partie de ses obligations personnelles vis-à-vis des créanciers de la société, de prendre un nouveau départ.

26. Le développement du marché obligataire *high yield* américain résulte en partie de ces règles du *Chapter 11*, à la fois respectueuses des droits *ex ante* des investisseurs et protectrices de la valeur de l'entreprise en période de difficultés financière. Les investisseurs sont alors en mesure de prendre leur décision d'investissement sur la base de leur analyse de la valeur d'entreprise de la société émettrice. En effet, ils sont assurés que le défaut de l'émetteur n'aura pas en soi d'impact sur la valeur résiduelle du titre obligataire qu'ils envisagent d'acquies<sup>21</sup>.

20 Cette affirmation doit cependant être relativisée en raison du fait que bien souvent les créanciers *senior* ont intérêt à préserver les intérêts des créanciers plus *junior* dans l'espérance de pouvoir à l'avenir les convaincre de participer à de nouveaux projets d'investissements.

21 L'ouverture d'une procédure de *Chapter 11* a certes un impact sur le comportement des fournisseurs et des clients du débiteur, variable selon l'activité de la société. Cependant, l'ouverture d'une procédure collective aux États-Unis n'ayant qu'un impact très à la marge sur l'ordre de priorité des paiements entre créanciers, l'ouverture d'une procédure de *Chapter 11* n'a pas un impact en soi sur la valeur économique des titres de créance. L'ouverture de la procédure conduit à une cristallisation de la valeur d'entreprise de la société pour les besoins du plan de restructuration (entraînant le cas échéant l'exclusion des associés et des créanciers les plus *junior*). Le caractère prévisible du *Chapter 11* est un avantage pour les investisseurs, même si leur emprunteur en défaut n'est jamais placé en procédure collective. Il produit ses effets durant les éventuelles négociations amiables sur la dette.

## 2. Approche classique du droit français des entreprises en difficulté (et de la plupart des autres droits européens...)

### Droit français

27. En comparaison, le droit français des entreprises en difficulté ne s'est pas départi du modèle classique de la société dite « entrepreneuriale<sup>22</sup> ». Cette approche conduit le droit français à négliger les droits des créanciers des « vraies » sociétés à responsabilité limitée, en dépit d'un début de prise de conscience du législateur français, en témoignent les réformes les plus récentes. Ainsi, au risque d'erreur sur la valeur d'entreprise de la société, se superpose un risque lié au climat d'insécurité juridique décrit ci-après, comme l'illustre l'emblématique affaire Belvédère<sup>23</sup>.

28. En France, la loi tend essentiellement à prévenir le risque d'aléa moral de deux manières : d'une part, en imposant l'ouverture d'une procédure collective, en cas de cessation des paiements (schématiquement une crise de liquidité) et, d'autre part, en permettant d'engager la responsabilité du dirigeant, de droit ou de fait, en cas d'insuffisance d'actif lors de la liquidation judiciaire de la société, au civil comme au pénal, sous certaines conditions.

29. Le droit français comprend cependant de nombreux défauts. La loi a comme premier défaut de ne pas se préoccuper des comportements opportunistes éventuels tant que la société n'est pas en cessation des paiements. Pourtant, la situation d'insolvabilité nuit :

- au maintien de bonnes relations avec les tiers (à commencer par les fournisseurs et les clients de la société),
- incite au départ des employés les plus performants, et
- restreint tout renforcement des capitaux propres de la société, tout euro supplémentaire apporté ayant pour seul effet d'enrichir les seuls créanciers, phénomène dit de « *debt over-hang*<sup>24</sup> », etc.

22 Une société est dite « entrepreneuriale » lorsque sa valeur est indissociablement liée à la présence de son dirigeant fondateur à sa tête, ce dernier étant le plus souvent également caution sur ses biens propres du passif de la société.

23 V. Th. Philippon et S. Vermeille « *Le droit financier au service des PME* » in « *Quatre-vingt propositions qui ne coûtent pas quatre-vingt milliards* » sous la direction de P. Weil, éditions Grasset, 2012 p. 119. L'exemple de Belvédère (propriétaire de Marie Brizard) est révélateur des conséquences négatives que peut produire le droit français sur les chances de redressement d'une entreprise financièrement endettée, mais profitable sur le plan opérationnel. Dans l'affaire Belvédère, les dirigeants actionnaires ont violé l'engagement de la société de ne pas racheter ses propres actions sur le marché (permettant de rémunérer par ce biais les actionnaires avant les créanciers). Les créanciers ont protesté et entamé des négociations avec la direction de la société. En théorie, ils pouvaient exiger le remboursement de la dette par anticipation. En pratique, après un an et demi de procédure, les dirigeants ont réussi à instrumentaliser le droit pour obtenir un rééchelonnement d'office de la dette obligatoire sur dix ans, ce rééchelonnement d'office revenant à faire absorber les pertes aux seuls créanciers. Le plan de sauvegarde a depuis été remis en cause par les tribunaux. La situation n'est cependant toujours pas réglée, quatre ans après le rachat par Belvédère de ses actions sur le marché et le début des hostilités entre les dirigeants de l'entreprise et ses créanciers. Entre-temps, la situation financière de Belvédère continue d'empirer.

24 M. Myers, « *Determinants of Corporate Borrowing* », *Journal of Financial Economics*, 5, 147-75 1977.

Ces conséquences ainsi que tous les autres coûts résultant de l'état de fragilisation de la situation proche ou en état d'insolvabilité sont désignés par le terme « coûts de détresse financière ».

30. En effet, le juge français n'est jamais en situation d'obliger les associés à prendre leurs pertes (et parallèlement de provoquer un changement de la gouvernance de la société) en amont de la cessation des paiements. Cette situation perdure en dépit de la violation des accords contractuels de départ et de l'ordre de priorité initial<sup>25</sup>. Certaines dispositions des conventions de crédit se concrétisant par une obligation de respecter un certain nombre de ratios financiers, ont en effet pour objectif, en amont de la date de maturité initiale du prêt (et donc de l'éventuelle cessation des paiements), de provoquer à la main des créanciers, un changement, si nécessaire, de la structure du bilan et de la gouvernance<sup>26</sup> de la société.

31. Cette faiblesse du droit des entreprises en difficulté est liée au fait qu'il reste construit sur le modèle classique des sociétés dans lesquelles la valeur de l'entreprise repose sur la présence du dirigeant à ses commandes. Ces sociétés sont dites « entrepreneuriales », car elles ont peu d'actifs en particulier et sont organisées autour du capital humain apporté par le dirigeant entrepreneur. Bien qu'elles soient présentées comme des sociétés à responsabilité limitée, elles sont en réalité des sociétés à « responsabilité illimitée ». Ce modèle correspond en effet de nos jours, d'un point de vue économique, au schéma fréquent du dirigeant entrepreneur d'une société à responsabilité limitée, qui est également caution du passif social sur ses biens propres<sup>27</sup>. Comme ce type de sociétés a rarement un accès important au crédit bancaire<sup>28</sup>, il ne peut jamais exister de fort décalage entre leur niveau d'endettement et leurs perspectives de flux futures de trésorerie<sup>29</sup>, puisqu'en cas de difficultés, elles connaissent alors rapidement une crise de liquidité.

32. A supposer qu'une telle société soit jugée viable malgré ses difficultés financières<sup>30</sup>, un changement de sa structure du bilan n'a aucune utilité dans la mesure où, il conduit au départ

25 Si les associés perçoivent le profit marginal après paiement de toutes les créances, ils ne perçoivent en contrepartie que le *boni* de liquidation, ce qui revient à supporter les pertes en premier. Ils sont donc naturellement les derniers dans l'ordre de priorité des paiements.

26 Les *covenants* bancaires comportent à la fois des engagements de ne pas faire, conçus dans l'intérêt des créanciers, et des obligations positives de respecter un certain nombre de critères financiers, qui permettent aux créanciers de contrôler l'évolution de la situation financière de leur débiteur et donc de pouvoir exercer leur pouvoir sur le débiteur en cas de difficultés financières, puisqu'ils sont alors en mesure de prononcer l'exigibilité anticipée des dettes.

27 Le fait que le dirigeant soit également responsable sur ses biens propres n'est pas inhérent au modèle de la société « entrepreneuriale » tel que défini ci-avant. Cependant, c'est un élément de nature à réduire le problème de l'aléa moral dans une certaine mesure. De ce point de vue, on comprend qu'il n'est pas forcément pertinent de limiter par la loi (à travers le statut d'EIRL) la capacité des entrepreneurs à pouvoir donner en garantie leurs biens propres, cette mesure conduisant nécessairement à un rationnement du crédit. Cf. également § 172.

28 Cf. § 37.

29 Les perspectives de flux futurs de trésorerie sont une estimation des flux de trésorerie durant la période d'exploitation en cours, en général sur un horizon de temps inférieur à cinq ans.

30 Dans cette situation, d'un point de vue économique, l'entrepreneur a en réalité très souvent intérêt à mettre sa société en liquidation judiciaire, pour pouvoir repartir sur une nouvelle aventure entrepreneuriale, libéré du passif social. V. D. Baird and E. Morisson « *Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies* » Université de Chicago Law and Economics, Working Paper No. 236 ; Columbia Law and Economics Working

de l'actif principal de la société (le dirigeant) qui n'aurait plus d'intérêt à rester dans la société. Ce changement provoquerait une perte de valeur plus importante pour ses créanciers que le report de la date de maturité de leurs créances à un taux d'intérêt constant, quand bien même la valeur économique de leurs créances diminuerait. Ainsi, ceci explique que dans la majeure partie des cas auxquels sont confrontés les tribunaux de commerce, les créanciers acceptent (à supposer que la société soit bien viable) un simple rééchelonnement de leurs créances plutôt qu'une conversion en actions.

33. Il doit en aller différemment pour toutes les autres « vraies » sociétés à responsabilité limitée (à supposer qu'elles soient viables d'un point de vue opérationnel) et dont la valeur d'entreprise est indépendante de la présence aux commandes du dirigeant (lequel n'est d'ailleurs ni caution sur ses biens propres, ni forcément associé de la société). En traitant de la même manière toutes les sociétés à responsabilité limitée, le droit des entreprises en difficulté néglige inopportunément les droits des créanciers nés de l'existence du contrat social et de la documentation de crédit, contribuant à créer un climat d'insécurité juridique.

34. Confondant l'intérêt du maintien de l'activité (l'entreprise) et celui des associés (à travers la société, l'enveloppe juridique), le législateur de 1985<sup>31</sup>, pourtant conscient de l'évolution de l'économie vers davantage de « vraies » sociétés à responsabilité limitée, a commis une autre erreur. Faisant montre d'une certaine défiance vis-à-vis du marché (et donc vis-à-vis des créanciers et du dirigeant de l'emprunteur) pour faire le tri entre les entreprises viables et celles qui ne l'étaient pas, le législateur de 1985 a exigé des juges de favoriser les solutions consistant à poursuivre l'existence de l'entité juridique (plutôt que des solutions consistant en un plan de cession de l'entreprise ou à une liquidation immédiate)<sup>32</sup>. Il a également autorisé les juges à prononcer d'office l'étalement du passif des sociétés en cessation des paiements sur une période maximale de dix ans, en dépit (i) du transfert de richesse ainsi réalisé au profit des associés, dans les sociétés ne relevant pas du modèle classique et (ii) du problème plus général, lié au maintien d'entreprises non viables sur le marché<sup>33</sup>.

35. Alors que la procédure de sauvegarde, qui se voulait un « *Chapter 11* à la française <sup>34</sup> », aurait dû en principe permettre aux créanciers d'utiliser la menace du recours au juge pour mettre fin aux coûts de détresse financière et aux comportements opportunistes avant la date de cessation des paie-

Paper No. 265, disponible sur [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Malheureusement, les conséquences personnelles pour le dirigeant résultant de la liquidation judiciaire de sa société française, incite ce dernier à tenter le redressement de sa société non viable *a priori*. Cf. § 179.

31 Loi n°85-98 du 25 janvier 1985.

32 Si cette préférence de principe en faveur du plan de continuation, plutôt qu'un plan de cession, est toujours visible lorsqu'il s'agit des tribunaux de commerce de taille réduite, on note un infléchissement de cette position par les tribunaux de Paris et de Nanterre.

33 La préférence du législateur pour les associés en 1985 pouvait s'expliquer dans un contexte de nationalisation des établissements bancaires. La loi n° 94-475 du 10 juin 1994 a eu pour objectif notamment de rétablir certains créanciers dans leurs droits. Néanmoins, à défaut d'opter pour une loi adaptée aux « vraies » sociétés à responsabilité limitée, l'équilibre trouvé est resté très précaire.

34 V. par ex. un article de la revue l'expansion : [http://lexpansion.lexpress.fr/economie/faillites-vers-un-chapter-11-a-la-francaise\\_100975.html](http://lexpansion.lexpress.fr/economie/faillites-vers-un-chapter-11-a-la-francaise_100975.html).

ments, le législateur de 2005<sup>35</sup> a renouvelé son erreur, produisant des effets induits non maîtrisés. Les associés sont ainsi, par l'intermédiaire du dirigeant de l'emprunteur, en position de forcer les créanciers à supporter les pertes d'une société insolvable, avant même la date de cessation des paiements. La diminution de la valeur de leurs créances va de pair avec la diminution de la valeur d'entreprise, notamment par l'effet des coûts de détresse financière<sup>36</sup>.

36. La loi a comme autre défaut de traiter durant une procédure collective non liquidative (procédure de sauvegarde ou procédure de redressement judiciaire *via* un plan de continuation) de manière identique les créanciers. En particulier, tous les créanciers ont le droit de voter le plan de restructuration de l'emprunteur, indépendamment de l'état d'insolvabilité de la société, peu importe si la valeur économique des titres de ces créanciers est réduite à zéro (ces créanciers sont dits « *out of the money* »). Le droit des entreprises en difficulté ne tient ainsi pas compte de l'ordre de priorité des paiements initialement convenu dans le cadre de l'approbation d'un plan de redressement (ou de sauvegarde). En aucune manière, les créanciers, comme les actionnaires, ne peuvent être exclus de la société, tant que celle-ci n'est pas dissoute.

37. Ce traitement égalitaire des créanciers par le droit français n'est pas surprenant puisque dans le « modèle classique » la société entrepreneuriale ne peut généralement recourir qu'à un crédit bancaire mesuré. En effet, dans cette configuration, la décision des créanciers de prêter tient nécessairement compte de l'état du patrimoine personnel de l'entrepreneur, gage des créanciers. Corrélativement, dans cette configuration, l'entrepreneur est moins enclin à accroître son activité lorsqu'une telle décision l'obligerait à s'endetter à travers sa société, et donc à mettre en risque la totalité de son patrimoine personnel. L'entrepreneur, et donc le législateur, imaginent encore moins voir les créanciers conclure entre eux des conventions de subordination ou de souscrire des sûretés de second rang... Il n'est donc pas surprenant que le premier souci du législateur français, avant l'avènement des « vraies » sociétés à responsabilité limitée, était de s'assurer du traitement égalitaire des créanciers en cas de défaillance de leur débiteur (les créanciers étant en grande majorité tous des créanciers fournisseurs).

38. Le législateur français a néanmoins depuis prévu certaines adaptations, afin de tenir compte de l'évolution de l'économie et de la difficulté d'obtenir le consentement de tous les créanciers dans le cadre de la procédure collective. Au-delà de certains seuils<sup>37</sup>, le plan de restructuration de la société peut être approuvé à la majorité qualifiée seulement (et non plus

l'unanimité) par les créanciers répartis en groupes séparés, le législateur instaurant même la possibilité en 2008<sup>38</sup> au sein de ces groupes de forcer la conversion de la dette en actions (sans qu'il soit possible d'exclure des créanciers hors le cas de liquidation de la société). La répartition des créanciers est cependant fonction de la nature de leurs créances sur la société et non du rang de priorité. Les créanciers sont ainsi répartis soit dans un comité des créanciers financiers (lorsque la dette a la nature d'un prêt bancaire), soit dans un comité des fournisseurs, soit dans une assemblée obligatoire unique, peu importe l'existence de conventions de subordination entre créanciers et de sûretés prises sur les actifs de la société.

39. Conscient de l'impact d'un bouleversement par la loi de l'ordre de priorité initial sur la conduite des négociations entre les parties, le législateur a tenté récemment, sans grand succès, de remettre en cause le principe de l'égalité de traitement des créanciers. La loi du 22 octobre 2010 permet désormais au juge de prendre « *en compte les accords de subordination entre créanciers conclus avant l'ouverture de la procédure* ». Cependant, dans la mesure où tous les créanciers sont invités à voter le plan, en pratique, le juge ne peut éviter que les accords de subordination soient violés<sup>39</sup>.

40. En ne tenant pas pour fondamentaux les rangs de priorité convenus, le droit des entreprises en difficulté néglige plus particulièrement les droits des créanciers titulaires de sûretés réelles dont l'intérêt devrait être, dans les procédures non liquidatives, au même titre que dans les procédures liquidatives, de conférer à leurs bénéficiaires un droit de priorité dans l'ordre des paiements sur les autres classes de créanciers/associés, à hauteur de la valeur des actifs sous-jacents faisant l'objet d'un nantissement<sup>40</sup>.

41. Le législateur « moderne » tente certes de trouver des remèdes à la marge pour ne pas provoquer un rationnement

38 Ordonnance (n°2008-1345) du 18 décembre 2008.

39 Certes, l'égalité de traitement des créanciers n'est désormais plus la règle depuis la modification apportée à la loi. Cependant les conventions de subordination ne sont jamais complètement respectées, dans la mesure où les créanciers subordonnés arrivent toujours à percevoir quelque chose au titre du plan, alors même que les créanciers *senior* ne sont pas complètement remboursés. Les créanciers *senior* lésés pourront très difficilement arguer de la violation de l'accord de subordination pour obtenir une invalidation du plan voté. V. sur ce dernier point M. Douaoui-Chamseddine « *Question soulevée par un plan de sauvegarde écartant un accord de subordination : quel recours pour les seniors en cas d'atteinte à la propriété ?* » Revue des procédures collectives n° 1, Janvier 2012, étude 5. On observera cependant que grâce à cette loi, de plus en plus souvent, il est admis qu'*a minima* le plan puisse prévoir des différences de traitement, tenant compte des accords de départ.

40 Dès lors, si la valeur d'entreprise d'une société insolvable est supérieure à la valeur totale des actifs mis en garantie (mais inférieure à la somme totale des créances, toutes catégories confondues), les créanciers titulaires de sûretés devraient continuer à être payés, postérieurement à la clôture de la procédure collective, conformément aux termes initialement convenus (autrement dit la valeur économique de leurs créances doit restée la même). Les autres créanciers plus *junior* absorbent les pertes, conjointement avec les associés. A l'inverse, si la valeur de leurs créances est supérieure à la valeur des actifs de l'emprunteur, les créanciers titulaires de sûretés détiennent une créance de nature chirographaire sur l'emprunteur égale à la différence. Ils sont alors en concurrence avec les autres créanciers chirographaires pour le paiement de leurs droits. Il est important par ailleurs que les titulaires de sûretés puissent être protégés contre le risque de diminution de la valeur des actifs mis en garantie pendant l'arrêt des poursuites provoqué par l'ouverture d'une procédure collective. Le principe de droit américain « *d'adequate protection* » donne aux titulaires de sûretés réelles cette garantie aux États-Unis. V. B. Adler, D. Baird et T. Jackson « *Bankruptcy, Cases, Problems, and Materials* », Fourth Edition, Foundation Press p. 411.

35 Loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005 de sauvegarde des entreprises.

36 La différence entre le droit américain et le droit français est à cet égard très marquante lorsque le débiteur en difficulté est une société cotée. Alors qu'aux États-Unis, l'ouverture d'une procédure collective conduit à une exclusion rapide de la cotation des actions de la société concernée dont la valeur s'effondre dès l'annonce de l'ouverture de la procédure, la situation est toute autre en France. A titre d'exemple, le cours de l'action Technicolor s'est apprécié le 1<sup>er</sup> décembre 2009, au lendemain de l'annonce de l'ouverture de la procédure de sauvegarde et le cours n'a pas vraiment varié dans les jours suivants.

37 Les seuils fixés en application de l'article L. 626-29 du Code de commerce sont de 150 salariés ou de 20 millions d'euros de chiffre d'affaires. A la demande du débiteur ou de l'administrateur, des comités de créanciers peuvent être réunis en deçà des seuils. Cette évolution du droit des entreprises en difficulté en faveur des « vraies » sociétés à responsabilité est certes louable dans son principe. Néanmoins, elle a nécessité trois différentes lois entre 2005 et 2011, sans compter les différents décrets d'application.

du crédit. Il favorise tantôt les créanciers (en reconnaissant par exemple l'efficacité d'un droit de rétention à certains d'entre eux, leur permettant de conserver les actifs du débiteur sous leur contrôle tant qu'ils ne sont pas payés), tantôt le débiteur (au travers par exemple du régime de la fiducie-sûreté dont les effets sont en général suspendus en procédure de sauvegarde) sans grande cohérence d'ensemble<sup>41</sup>. L'équilibre entre ces deux intérêts contradictoires étant difficile à atteindre, les sûretés réelles sont un domaine excessivement réglementé par la loi (les amendements réitératifs à la loi sur la fiducie au cours des années précédentes en étant une illustration), si bien que le droit français des sûretés est devenu non seulement inefficace dans la majorité des cas, mais aussi très confus. Il n'est, par ailleurs, pas illogique dans ce contexte, que le législateur français limite de manière beaucoup trop significative la liste des actifs pouvant faire l'objet de sûretés<sup>42</sup>.

42. Au final, seules les sûretés portant sur des actifs non indispensables à la poursuite de l'activité (au sens où ces actifs ne rentrent pas en compte dans la valeur d'entreprise de la société), ont encore une certaine efficacité en droit français (par exemple une cession de créances sous le régime de la loi Dailly, nantissement de gage espèces, etc. par opposition au nantissement sur le matériel outillage ou les brevets, etc.). Elles confèrent en effet un traitement préférentiel à leur titulaire en dépit de l'ouverture d'une procédure collective. Il n'est donc pas surprenant que le nantissement de fonds de commerce en droit français, susceptible de correspondre à la *floating charge* de droit anglais, n'ait en réalité que peu d'intérêt aux yeux des praticiens. Le nantissement sur le fonds de commerce ne permet en effet pas à son bénéficiaire de se protéger contre la diminution de la valeur du fonds de commerce entre la date d'insolvabilité de la société et la date de cessation des paiements. Bien souvent les « vraies » sociétés à responsabilité limitée n'ont plus de valeur le jour de la survenance de la cessation des paiements, leur capital principal (souvent immatériel) ayant déjà presque totalement disparu.

43. Les investisseurs percevant ce climat d'insécurité juridique peuvent alors tenter d'éviter le droit français en se plaçant artificiellement sous la protection d'autres droits étrangers – le droit luxembourgeois en pratique – plus enclins à respecter les accords conventionnels et ce, malgré les doutes sur la validité d'un tel montage<sup>43</sup>. Si les coûts de transaction résultant de cette initiative peuvent être amortis par les sociétés de taille significative, ils deviennent excessifs pour les

entreprises de taille moyenne qui voient, dès lors, leur accès au marché obligataire contrarié.

44. Les émetteurs les plus fragiles sont alors plus particulièrement pénalisés par les erreurs du législateur. Les ETI français semblent ainsi, à agrégats financiers comparables, connaître davantage de difficultés d'accès au marché *high yield* que les ETI aux États-Unis, en raison notamment du renchérissement du coût du crédit provoqué par les déficiences de la Règle de Droit. Par ailleurs, les investisseurs peuvent refuser aux prétendants l'accès au marché, et ce pour éviter un risque d'anti-sélection<sup>44</sup>.

### Autres droits européens

45. Au regard des autres droits européens, il faut noter que les principes du *Chapter 11* ne sont reproduits pleinement dans pratiquement aucune autre législation, même celles de tradition *Common Law*. À ce jour, les droits européens des entreprises en difficulté reposent encore plus ou moins sur le modèle classique de la société dont la valeur s'organise essentiellement autour du capital de son dirigeant-entrepreneur. Les exceptions sont néanmoins notables.

46. Depuis le 1<sup>er</sup> mars 2012, le droit allemand des entreprises en difficulté permet d'exclure, sous certaines conditions, les associés de sociétés insolubles, en dépit des interrogations soulevées sur la validité d'une telle exclusion au regard des dispositions du droit européen des sociétés<sup>45</sup> et de la Constitution allemande. Cette disposition, comme d'autres par ailleurs<sup>46</sup>, en faveur d'une maîtrise de la procédure collective par les créanciers, devrait avoir des effets positifs sur la prévisibilité du droit allemand des entreprises en difficulté. Si elle devrait éviter que des emprunteurs transfèrent le centre principal de leurs intérêts d'Allemagne au Royaume-Uni afin de restructurer leur bilan<sup>47</sup>, il semble cependant que d'autres réformes soient attendues afin d'améliorer de manière significative la prévisibilité et la sécurité du système juridique allemand. En particulier, une réforme des institutions judi-

41 Par ailleurs, la loi française prend le parti de favoriser certaines catégories de créanciers en admettant des exceptions à l'arrêt des poursuites. C'est le cas, par exemple, des transporteurs bénéficiaires et des sous-traitants titulaires d'un privilège spécial sous forme d'action directe, certains créanciers bénéficiant d'un droit de rétention... Au final, toutes ces mesures assèchent la trésorerie de la société à une période critique, compromettant son redressement.

42 V. pour une analyse comparative J. Armour, S. Deakin, V. Mollica, M. Siems *ibid* p. 1463.

43 Le contexte d'incertitude actuel quant à l'évolution de la crise économique est favorable aux créanciers qui peuvent ainsi parfois exiger l'immatriculation par l'emprunteur de deux sociétés *holding* luxembourgeoises – « technique de la Double Luxco » – afin de mieux protéger leurs droits. En effet, le seul objectif de cette technique est d'empêcher les dirigeants de la société mère de droit français de placer le groupe sous la protection du droit français des entreprises en difficulté, en cas d'éventuelles difficultés. Cette technique est utilisée par exemple dans les montages LBO et pose les mêmes problèmes en termes de coût de transaction (frais de conseils juridiques en l'occurrence). Au final, la documentation bancaire française dans les opérations de LBO de taille significative est inutilement la plus complexe d'Europe. Cf. également § 77.

44 La *sélection adverse* ou anti-sélection est un phénomène statistique et économique qui joue un rôle important notamment dans les domaines de l'assurance et de la gestion du risque, par lequel une offre faite sur un marché aboutit à des résultats inverses de ceux souhaités, à cause d'asymétries d'information. Au cas présent, si les investisseurs acceptaient de financer tous les projets, quels que soient la probabilité de défaut et le *quantum* de la perte de l'emprunteur, compte tenu du niveau inhérent d'asymétrie d'information des investisseurs, ceux-ci prendraient le risque de ne financer que des projets ayant de grandes chances d'échouer : les seuls à même de pouvoir générer dans le scénario le plus favorable (mais également le plus improbable) un niveau de résultat opérationnel suffisant pour supporter un tel niveau de coût du crédit. Autrement dit, du point de vue du prêteur, financer même à des taux élevés n'importe quel type d'emprunteur, revient à courir à sa propre perte.

45 Directive 77/91/EEC du 13 décembre 1976, telle qu'amendée. On notera toutefois que le droit allemand ne permet pas de contraindre les créanciers à accepter des actions en contrepartie de l'extinction de leurs créances, ceux-ci pouvant choisir de préférer un abandon de créance pur et simple. En pratique, ces derniers recevront probablement des instruments optionnels afin d'éviter de comptabiliser une perte sèche.

46 On notera en particulier la possibilité pour les créanciers de désigner l'administrateur, chargé d'assurer la supervision de l'emprunteur, après ouverture de la procédure collective.

47 A. Buessemaker et U. Hartmann « *German Insolvency Law Reform (ESUG) : More Creditors' Influence, More Debt-For-Equity Swaps, More Self-Administration ?* » disponible sur <http://business-finance-restructuring.weil.com>.

ciaires perçues comme trop éloignées des considérations de la pratique semble nécessaire<sup>48</sup>.

47. Les droits des entreprises en difficulté de certains pays de l'Europe de l'Est (République Tchèque<sup>49</sup>, Slovaquie, Roumanie) ont quant à eux été construits sur le modèle américain et permettent l'exclusion des associés mais également celle des créanciers, le cas échéant. La formation des élites de ces pays aux États-Unis a pu faciliter la pénétration dans les esprits des enseignements tirés de la recherche américaine en économie du droit (*Law & Economics*), à l'origine du droit moderne américain des entreprises en difficulté. Toutefois, les faiblesses de leur système judiciaire est un obstacle majeur à la mise en place d'un environnement juridique prévisible.

48. Le droit anglais, quant à lui, se singularise par le fait qu'il existe cinq procédures différentes de règlement des difficultés, quatre relèvent du droit des entreprises en difficulté *stricto sensu*, la dernière relevant exclusivement du droit des sociétés. Il arrive que ces procédures soient combinées entre elles, afin de faciliter la restructuration des sociétés défaillantes.

49. Certes, le droit anglais est considéré par les investisseurs comme le plus attractif en Europe, en particulier grâce aux juges, qui sont tous des anciens avocats, et sont à ce titre, jugés plus à même de trancher les questions soulevées par la mise en œuvre d'une documentation financière de plus en plus complexe. Le droit anglais n'est cependant pas exempt de toute critique. Il favorise excessivement les créanciers titulaires de sûretés réelles au détriment des créanciers de second rang ou de ceux qui n'en disposent pas (exemple, les investisseurs *high yield*). En l'absence d'arrêt des poursuites en cas d'ouverture des procédures collectives les plus communément utilisées pour les débiteurs de taille significative, les créanciers privilégiés *senior* peuvent réaliser leur gage sur les actions des filiales opérationnelles de l'émetteur même si le montant de leurs créances est inférieur à la valeur des actifs sous-jacents<sup>50</sup>.

50. Pour contenir le risque d'aléa moral lié aux déficiences du droit anglais des entreprises en difficulté, la documentation de

48 Cf. § 55.

49 T. Richter « *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law : Experience from the Czech Insolvency Law Reform* » *European Company and Financial Law review*, p. 358 - 369 (2009).

50 Par ailleurs, on peut reprocher au droit anglais des entreprises en difficulté de ne pas faciliter la restructuration des sociétés connaissant des difficultés opérationnelles. Contrairement au droit américain et au droit français, même en cas d'ouverture d'une procédure de redressement, le droit anglais n'empêche pas les contractants de l'entreprise défaillante de mettre fin à leurs relations commerciales avec cette dernière (à la condition que le contrat le prévoit expressément). De plus, au Royaume-Uni, la cession de l'ensemble des actifs du débiteur à un tiers est plus difficile à réaliser. Contrairement au droit américain, le droit anglais accorde une grande importance au respect des clauses d'incessibilité figurant dans les contrats, et ce, en dépit de l'ouverture d'une procédure collective. Ces dispositions contractuelles, si elles ont peu d'incidence lorsqu'il s'agit de restructurer la dette d'une société sous LBO, *a priori* toujours viable d'un point de vue opérationnel (les contractants n'utilisant pas alors leur droit de mettre fin au contrat), empêchent les sociétés qui doivent faire face à des difficultés opérationnelles significatives de pouvoir utiliser la procédure de redressement qui existe au Royaume-Uni (et permettant en principe un arrêt des poursuites) afin de restructurer leurs activités. Au final, malgré de nombreuses tentatives, il est regrettable que le droit anglais des entreprises en difficulté ait si peu évolué au cours des années passées. Les voisins européens du Royaume-Uni ont fait preuve de beaucoup plus de frénésie législative en comparaison.

crédit reproduit par des moyens contractuels, avec un certain succès, les avantages de la procédure de *Chapter 11*, puisqu'un des objectifs du droit américain des entreprises en difficulté est la maximisation de la valeur des actifs en cas de cession de l'entreprise. Cependant, contrairement à une situation soumise au droit américain des entreprises en difficulté, les porteurs d'obligations *high yield* ne peuvent pas choisir, le cas échéant, de convertir leurs titres de créances en actions de l'émetteur, tout en imposant parallèlement aux créanciers *senior* un refinancement de leurs dette. Ainsi, le droit anglais du traitement des difficultés des entreprises reste orienté sur l'approche liquidative en dépit des aménagements prévus dans le droit des sociétés permettant de forcer le consentement de créanciers minoritaires dans le cadre d'un plan de conversion de la dette en actions. Cette lacune peut être dommageable pour les porteurs *high yield*, lorsque l'entreprise est cédée à un moment où le marché des fusions et acquisitions n'est pas du tout propice.

### Impact sur la structuration du marché *high yield* en Europe

51. Au final, tout comme le droit français, les différents droits européens d'entreprises en difficulté produisent, à des degrés divers, des effets moins prévisibles que le droit américain, ce qui nuit au développement du marché obligataire *high yield*, en particulier pour les émetteurs de taille moyenne<sup>51</sup>.

52. En raison des défauts liés aux différents droits des entreprises en difficulté et aux droits des sûretés, les émetteurs européens ont souvent recours à des mécanismes de subordination structurelle pour éviter les conflits entre les créanciers *senior* et les créanciers plus *junior*<sup>52</sup>. Cependant, les créanciers *junior* sont alors situés à un rang plus *junior* qu'aux États-Unis, puisque le paiement de leurs titres est subordonné au paiement de toutes les dettes des sociétés opérationnelles, quelles qu'elles soient, et pas uniquement la dette contractée auprès d'établissements bancaires. De plus, alors que dans un mécanisme de subordination contractuelle, les investisseurs sont en mesure de négocier certains ajustements aux conditions dans lesquelles ils acceptent d'être subordonnés aux établissements bancaires, le mécanisme de subordination structurelle étant beaucoup plus rigide, de tels ajustements sont plus difficiles, voire impossibles à obtenir.

53. Pour contrebalancer l'effet excessif produit par un mécanisme de subordination structurelle, la pratique en Europe a tout de même consisté, depuis notablement plus longtemps qu'aux États-Unis, à offrir des sûretés de second rang aux porteurs de dette obligataire *high yield*, comme aux titulaires de dette *mezzanine*<sup>53</sup>, et ce afin d'être tout de même payés en priorité par rapport aux créanciers des sociétés opérationnelles du groupe (à l'exception des établissements bancaires). L'efficacité des sûretés est cependant parfois assez relative

51 L'inefficacité de la Règle de Droit est en effet susceptible de porter davantage préjudice aux petites entreprises qu'aux grandes, ces dernières étant moins affectées par un manque de prévisibilité de l'environnement juridique, leur valeur liquidative plus élevée servant de gage aux créanciers.

52 Voir également A. Pietrancosta et S. Vermeille « *Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir ?* » RTDF n° 1 p. 20 (2010). Le droit des entreprises en difficulté n'est pas la seule branche du droit à poser des difficultés en cas de structuration d'un financement obligataire *high yield*, le droit des sociétés et le concept d'intérêt social limitent les conditions dans lesquelles les filiales peuvent accorder des garanties au profit de leur société mère, émettrice des obligations.

53 Cf. § 70.

dans certains pays, comme la France en particulier. Par ailleurs, en cas d'ouverture d'une procédure collective par les sociétés opérationnelles, les investisseurs n'ont pas voix au chapitre, faute d'être créanciers directs des sociétés concernées.

54. Au final, les émissions obligataires *high yield* en Europe sont souvent structurées de manière plus complexe qu'aux États-Unis. En raison du manque de lisibilité de ce type de structures, les investisseurs ont plus de mal à apprécier la réalité du risque qu'ils encourent (et ceci, d'autant plus qu'il y a souvent un nombre important de droits différents à prendre en compte dès lors que l'emprunteur a des filiales dans différents pays européens).

### 3. Marchés obligataires *high yield* et institutions judiciaires

55. La prévisibilité d'un système juridique dépendant également des juridictions compétentes chargées d'appliquer la loi, en matière de contrats complexes, les investisseurs souhaitent se référer à un droit jurisprudentiel construit et éprouvé. Il est ainsi d'usage – et c'est une particularité du marché *high yield* – que les investisseurs imposent à l'émetteur le recours au droit de l'État de New York (et les juridictions américaines compétentes) en cas de conflit sur l'interprétation du contrat d'émission des titres, en France, mais aussi au Royaume-Uni, en dépit de la bonne réputation de ses juges dans le contentieux financier.

56. Cependant, l'exportation et la reproduction d'une telle pratique peuvent être inappropriées dans certaines situations. Si le dirigeant d'un groupe international ou d'une société détenue par des fonds d'investissement, accepte de soumettre, à la demande du marché, les termes et conditions des obligations au droit de l'État de New York (et de payer en conséquence des frais de transaction élevés), les dirigeants de sociétés de taille plus réduite apprécient différemment cette contrainte. Face au refus des dirigeants des sociétés du *Mittelstand* (c'est-à-dire les sociétés allemandes de taille moyenne) de recourir au droit américain, l'Allemagne a opté, en 2009, pour une réforme de sa loi relative aux titres obligataires et, en particulier, des règles de modification de titres obligataires<sup>54</sup>. Une certaine proportion des émissions obligataires souscrites par les investisseurs institutionnels étrangers est désormais soumise au droit allemand et relève dans ce cas de la compétence du tribunal dans le ressort duquel la société émettrice a son siège social en Allemagne<sup>55</sup>. Néanmoins, les tribunaux allemands faisant l'objet d'un certain nombre de critiques, cette nouvelle pratique de marché ne satisfait pas complètement les investisseurs institutionnels<sup>56</sup>. Le droit alle-

mand, en apparence très favorable aux créanciers titulaires de sûretés, illustre bien l'écart qu'il peut exister entre la loi sur le papier et la pratique, les acteurs économiques jugeant le système allemand encore insuffisamment prévisible et donc difficilement manœuvrable en dépit de la récente réforme.

57. L'adaptation de la Règle de Droit à l'évolution des pratiques, mais aussi la formation des juges à des techniques contractuelles spécifiques sont ainsi des facteurs essentiels pour attirer les investisseurs internationaux sur les marchés financiers, au même titre les règles en matière de transparence et de fiscalité.

58. À titre d'illustration, l'apparition en Allemagne de marchés obligataires locaux, ne répondant pas aux critères internationaux en matière de transparence et de liquidité, a pu donner le sentiment au public attiré par les taux d'intérêt élevés, que le financement des sociétés de forte croissance était sans risque<sup>57</sup>. Or, un grand nombre de ces sociétés du secteur de l'énergie solaire qui ont fait appel aux marchés obligataires locaux plutôt qu'à des fonds d'investissement spécialisés, sont actuellement en difficulté. Quatre d'entre elles ont récemment demandé l'ouverture d'une procédure collective en Allemagne<sup>58</sup>. Ainsi, les émissions *high yield* s'inscrivant le plus souvent dans le cadre du financement d'opérations de taille significative, les investisseurs particuliers ne sont pas nécessairement en mesure de convenablement apprécier le risque résultant d'une documentation complexe et, en particulier, du rang de créancier subordonné qu'ils acceptent en cas de difficultés financières de l'emprunteur.

### 4. Tentatives de remède à la marge des déficiences de la Règle de Droit : exemple des obligations sécurisées (*covered bonds*)

59. Le marché des obligations sécurisées (*covered bonds*) est un marché permettant principalement aux établissements de crédit européens de refinancer sur les marchés financiers certains de leurs actifs bancaires à un coût réduit, en raison d'une protection juridique élevée accordée aux porteurs.

60. Les obligations sécurisées sont soumises en France à un régime légal particulier qui prévoit notamment que le droit des entreprises en difficulté doit être écarté. L'objectif est de donner davantage de confort aux investisseurs, quant au niveau de protection juridique dont ils bénéficient en cas de défaillance du prêteur d'origine. Cet exemple témoigne de la facilité avec laquelle le législateur peut remédier à la marge aux déficiences de la Règle de Droit lorsque les circonstances

54 Contrairement au droit français, il n'existait pas en Allemagne, jusqu'en 2009, de règles suffisantes permettant aux porteurs de modifier les termes et conditions des obligations à une majorité qualifiée, ni de règles assurant la représentation des porteurs vis-à-vis de l'emprunteur. Depuis, le droit Allemand, davantage protecteur de l'ordre de priorité des paiements (en particulier, en faveur des prêteurs *senior* titulaires de sûretés réelles comme au Royaume-Uni) est considéré, surtout depuis la dernière réforme du droit des entreprises en difficulté prenant effet depuis le 1<sup>er</sup> mars 2012, comme plus favorable aux investisseurs que le droit français, même si le droit allemand peut déroger partiellement aux droits des créanciers plus *junior*.

55 V. International Financial Law Review ; May 2011, Vol. 30 Issue 4, p. 22.

56 Il semblerait que le système judiciaire allemand pose des difficultés aux acteurs économiques et soit, comme en France, la source d'un certain nombre de griefs. Ainsi, dernièrement, le tribunal régional de Frankfurt a

considéré que la société Pflaiderer AG ne pouvait pas bénéficier des nouvelles dispositions de la loi allemande, facilitant la renégociation de la dette obligataire (critère de la majorité, et non plus de l'unanimité) au motif que la documentation contenait des éléments d'extranéité. Cette décision a forcé d'autres sociétés, notamment la société Q-Cells à ouvrir une procédure collective, faute de pouvoir obtenir l'unanimité des prêteurs obligataires. Cette jurisprudence a au final aggravé la situation d'un certain nombre de sociétés, sans qu'elle soit comprise par l'ensemble de la communauté des investisseurs. Cf. § 60.

57 V. B. Lukas « Citi : Retail high yield is too risky ». International Financial Law Review ; Nov 2011, Vol. 30 Issue 10, p. 7.

58 Outre la défaillance de la société Q-Cells début avril, qui fut en 2007 et en 2008 le plus gros producteur d'énergie solaire, le secteur allemand a déjà enregistré la défaillance de Solon, de Solarhybrid et de Solar Millenium fin 2011, début 2012.

de marché le justifient. L'instauration de régimes particuliers, en marge du droit commun, contribue pourtant à rendre notre environnement juridique de plus en plus complexe, lequel est alors susceptible de générer des effets induits non maîtrisés qui seront l'objet des paragraphes suivants.

61. Comme les obligations (émises dans le cadre de programmes de titrisation *ABS*, *MBS*, *CLO*, *CDO*, etc.), les obligations sécurisées sont garanties par des actifs placés hors de portée des autres créanciers (*ring-fenced pool of assets*) tant que les porteurs n'ont pas été totalement remboursés. Cependant, les porteurs d'obligations sécurisées conservent – contrairement aux porteurs d'ABS par exemple – un recours contre le prêteur d'origine. Pour cette raison, le prêteur est fortement incité à mieux contrôler le risque de crédit lié aux actifs isolés<sup>59</sup>. Ceci explique la multiplication des émissions d'obligations sécurisées depuis l'effondrement du marché de la titrisation à partir de 2008.

62. Le régime légal impose que la valeur des actifs mis en garantie soit de très haute qualité et fixe un seuil minimum de surdimensionnement (*overcollateralisation*), obligeant l'émetteur à désigner un « contrôleur spécifique », soumis à un agrément du régulateur. Le contrôleur spécifique est en charge de veiller à l'évolution du risque de crédit lié aux actifs et de pourvoir au remplacement de certains d'entre eux si nécessaire. L'objectif est d'éviter que les porteurs ne soient exposés au risque de crédit lié à la diminution de la valeur des actifs donnés en garantie<sup>60</sup>.

63. Le régime légal repose également sur l'exclusion de l'application du droit commun des entreprises en difficulté. Ce faisant, dans ce cadre restreint, la loi assure en quelque sorte, la primauté absolue des droits conventionnels des porteurs d'obligations sécurisées, par l'effet du privilège légal de remboursement qui leur est accordé<sup>61</sup>.

64. Alors que le droit français des entreprises en difficulté ne traite pas plus favorablement les titulaires de sûretés réelles que les autres créanciers tant que la société n'est pas en cessation des paiements (à certaines exceptions près), il garantit en l'espèce aux porteurs de *covered bonds* qu'ils seront réellement payés en priorité par rapport aux autres

créanciers de l'établissement bancaire, propriétaire des actifs mis en garantie (c'est-à-dire le prêteur initial). Les actifs étant placés hors de portée des autres créanciers, les porteurs continuent, en dépit de l'ouverture d'une procédure collective par le prêteur d'origine, à être payés conformément aux termes et conditions initiaux des titres obligataires. Il s'agit en quelque sorte de remédier aux défauts du droit des entreprises en difficulté et du droit des sûretés décrits précédemment. Les *covered bonds* ne peuvent cependant être utilisés au regard de la loi que dans le cadre d'un programme de transfert de créances détenues par le prêteur d'origine sur ses clients.

65. En donnant suffisamment de confort aux porteurs d'obligations, la loi rend les émissions françaises attractives dans la compétition internationale, tout en réduisant de manière significative les coûts de transaction d'une telle émission (honoraires des conseils, etc.).

66. Néanmoins, le « remède » apporté par la loi n'est pas exempt de critiques :

- au cas où la valeur des actifs serait insuffisante pour éteindre la créance des porteurs, les droits résiduels des porteurs sur le prêteur d'origine (ayant la nature d'une créance chirographaire) sont nécessairement affectés en raison de l'impossibilité pour le juge d'obliger les actionnaires comme les créanciers *junior* du prêteur d'origine, à absorber les pertes, avant la crise de liquidité, pour les raisons évoquées précédemment<sup>62</sup> ;

- en raison de l'obligation de surdimensionnement, les créanciers chirographaires du prêteur initial voient leurs droits de gage général sur le patrimoine de leur emprunteur réduits plus significativement que dans le cadre d'opérations de titrisation, parfois sans compensation possible<sup>63</sup>.

67. Si le législateur devait modifier le droit français afin d'améliorer le respect des droits conventionnels des créanciers rendant quasiment inutile le privilège légal, le recours à des instruments de protection de nature contractuelle nécessiterait une réponse coordonnée au niveau européen. Les obligations sécurisées relevant du régime légal bénéficient en effet au niveau européen d'un traitement de faveur, que ce soit au niveau :

- des seuils d'investissements autorisés pour les OPCVM<sup>64</sup> et les compagnies d'assurance,

59 Le régime légal français relève : de la loi du 25 juin 1999 (art. L. 515-13 et s. du CMF) pour les sociétés de crédit foncier, de la loi de 1985 réformant le marché hypothécaire pour l'institution du billet à ordre hypothécaire pour la Caisse de refinancement de l'habitat et de la loi de 2011 sur les sociétés de financement à l'habitat (SFH). En France, l'émetteur est une filiale du prêteur d'origine. Le produit de l'émission fait ensuite l'objet d'un prêt entre l'émetteur et sa maison mère, garanti par les actifs bancaires qui restent ainsi au bilan de cette dernière. En cas d'ouverture d'une procédure du prêteur d'origine, l'émetteur peut saisir les actifs afin de continuer à payer les porteurs. Pour une présentation détaillée des spécificités françaises en matière d'obligations sécurisées, V. notamment X. de Kergommeaux, Ch. Van Gallebaert « *La société de crédit foncier : une structure rassurante en période de crise* » RTDF n°1 2006, p. 103. Il existe deux mécanismes différents de structuration d'obligations sécurisées. Au Royaume-Uni, en Hollande mais aussi en Allemagne et en Espagne, l'émetteur est généralement le prêteur initial, ses créances transférées en garantie du paiement des titres émis, étant portées par un véhicule *ad hoc*.

60 A l'inverse, dans les montages de titrisation, les porteurs d'obligations sont exposés au risque d'une diminution de la valeur des actifs sur lesquels sont adossés leurs titres, puisqu'il n'existe en général pas d'obligation à la charge de l'émetteur de remplacer les actifs du pool.

61 Ainsi l'article L. 515-19 du Code monétaire et financier dispose que « *Nonobstant toutes dispositions législatives contraires, et notamment celles du livre VI du code de commerce* » : les actifs éligibles et les valeurs de remplacement détenus par la Société de Crédit Foncier sont « *affectés par priorité au service du paiement des obligations foncières [...]* ».

62 Certes, l'Autorité de Contrôle Prudentiel peut solliciter le juge, afin d'ordonner la cession à un tiers des actions de l'établissement bancaire. En pratique, on voit cependant difficilement comment cette mesure peut s'appliquer à des établissements dont les actions sont admises à la négociation sur les marchés réglementés. V. pour une description détaillée des règles spécifiques en matière de faillite bancaire : « *Droit Bancaire* », Th. Bonneau Montchrestien Lextenso éditions, 9<sup>e</sup> éd. 2011 p. 208 et s.

63 Les émissions d'obligations sécurisées conduisent à une augmentation du risque supporté par les créanciers chirographaires du prêteur d'origine en cas d'ouverture d'une procédure collective de ce dernier. En particulier, pour les créanciers (les « *non-adjusting creditors* »), qui ne peuvent exiger en contrepartie une augmentation du coût du crédit de nature à compenser cette hausse du risque. V. par ex. S. Schwarcz « *The Conundrum of Covered Bonds* », 66 *Business Lawyer* 561-586 (2011).

64 N'étant pas émis dans le cadre d'un régime légal spécifique, les *covered bonds* contractuels ne sont pas compatibles avec les critères sur les obligations sécurisées de banque établis à l'article 52, § 4, de la directive 2009/65/CE du Parlement européen du 13 juillet 2009 et n° 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« *Directive OPCVM* »). V. Ch.

- des règles d'éligibilité applicables aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème<sup>65</sup>, et
- des dispositions favorables en matière de normes prudentielles<sup>66</sup>.

68. En résumé, les remèdes proposés par le législateur français (mais aussi par les autres législateurs européens) pour compenser notamment les imperfections de leur Règle de Droit sont répliqués dans d'autres branches du droit, ce qui rend très difficile un retour à un système fondé davantage sur le respect du contrat comme aux États-Unis. Ce problème s'observe, à cet égard, plus largement dans la réglementation prudentielle, qui ne tient pas toujours compte en Europe de l'existence de sûretés réelles dans le calcul du coût en capital nécessaire à la réalisation d'une opération de crédit donnée.

69. Il est remarquable que certains remèdes apportés à la marge aux défauts du droit commun soient entérinés dans la réglementation prudentielle (mais aussi dans les règles en matière de gestion d'actifs), suggérant l'idée, à tort, que les erreurs de positionnement du droit commun (en premier lieu celui du droit des entreprises en difficulté), sur lequel repose tout notre système juridique, ne sont finalement pas si coûteuses pour l'économie. On donne ainsi l'impression que le législateur a la possibilité d'adopter au plan prudentiel des régimes de faveur particuliers, en direction de certains types d'actifs, afin de contrebalancer les effets induits de l'inefficacité de la Règle de Droit sur les principes généraux de la réglementation prudentielle. Il s'agit d'un moyen inadéquat d'adapter le coût en capital d'une opération de crédit au risque réellement encouru par les pourvoyeurs de crédit.

## II. Règle de Droit et accès des fonds d'investissement au marché du crédit primaire et secondaire

70. Le droit français conserve certaines particularités limitant la capacité des investisseurs à intervenir sur le marché primaire de la dette à court et moyen terme, ainsi que sur le marché secondaire de la dette bancaire.

### 1. Porteurs de dette mezzanine : victimes ou bourreaux ?

71. Très utilisée dans les financements d'acquisition en Europe<sup>67</sup>, la dette mezzanine (dette risquée, dont le rembour-

sement est subordonné à celui de la dette dite *senior*<sup>68</sup>) comporte des intérêts payés en numéraire, subordonnés à la dette *senior* et des intérêts capitalisés, venant annuellement augmenter le montant en principal dû *in fine* (et éventuellement des bons de souscription d'actions destinés à accroître le rendement global de leur investissement, « l'*equity kicker* »). Les porteurs de la dette mezzanine se sont trouvés fortuitement pénalisés par des modifications apportées au droit des entreprises en difficulté en 2005. Ils ont dû avoir recours à des mécanismes de protection de nature contractuelle, afin de contenir les effets induits provoqués par la mise en œuvre de la nouvelle loi. Ces mécanismes de nature contractuelle peuvent, au final, leur conférer un avantage excessif. Le sort des porteurs de dette mezzanine est ainsi un bon exemple des mouvements de balancier provoqués par un droit des entreprises en difficulté en contradiction avec les enseignements de la théorie économique.

72. Il n'est pas improbable, qu'en raison du renforcement des normes prudentielles et plus généralement du contexte de crise de confiance affectant les marchés financiers (notamment *high yield* et CLO), les mezzaneurs soient amenés à accentuer leur présence aux côtés des banques *senior* traditionnelles, voire en leur lieu et place dans certains cas.

73. Sans expliciter l'ensemble des origines historiques de la mise en place des dettes mezzanine dans les financements d'acquisition, rappelons néanmoins qu'en raison, en particulier des règles très spécifiques à la France sur le monopole bancaire des opérations de crédit<sup>69</sup>, la dette mezzanine est émise sous forme d'obligations<sup>70</sup> (dans certaines opérations, la dette mezzanine peut cependant prendre la nature d'un prêt bancaire, lorsqu'elle est émise par une entité de droit luxembourgeois, par exemple).

74. Comme l'emprunteur doit émettre forcément des obligations, les mezzaneurs doivent se soumettre à un certain nombre de contraintes liées à l'application des règles obligatoires du droit des sociétés, en matière de protection des droits des obligataires (constitution des masses permettant de modifier

..... opérations de LBO. Les emprunteurs ont recours à la place aux *second lien loans* pour des raisons notamment juridiques. Cf. § 160.

68 Le terme « dette mezzanine » peut recouvrir plusieurs types d'instruments financiers en fonction de la nature de la subordination. Ainsi, il existe : 1) la subordination temporelle (la dette est d'un rang *senior* mais est amortie en totalité après la dette bancaire *senior*), 2) la subordination structurelle, en raison du type de garanties accordées (ex. dette "*second lien*" qui ne bénéficie pas des mêmes sûretés que les créanciers *senior*) ou du recours à un véhicule *ad hoc* affilié à l'émetteur dans lequel est émise la dette mezzanine (le produit de l'émission étant réinvesti dans l'emprunteur), 3) contractuelle (c'est-à-dire un arrangement de subordination essentiellement *via* une convention inter-créanciers) et enfin, 4) juridique, lorsque la loi prévoit spécifiquement que certaines valeurs mobilières, répondant à un certain nombre de caractéristiques, auront un rang super subordonné (les titres super subordonnés prévus à l'article L. 228-97 du Code de commerce). Les développements suivants porteront sur des instruments relevant à la fois du premier, du deuxième et du troisième type de subordination. Ils sont utilisés classiquement dans les opérations d'acquisition avec effet de levier en Europe, contrairement aux États-Unis. Pour contrebalancer les effets provoqués par la subordination structurelle, il est en effet courant que les porteurs de dette mezzanine, comme les porteurs obligataires *high yield* surtout en Europe, soient également titulaires de sûretés réelles de second rang.

69 En France, les fonds mezzanine n'ont en principe pas l'agrément d'établissement bancaire. Or, le droit français confère un monopole aux établissements bancaires sur les opérations de crédit. Le monopole ne porte pas sur les titres obligataires. Cf. § 114 et s.

70 Le recours à des valeurs mobilières peut se justifier également lorsqu'il s'agit de structurer l'*equity kicker* sous forme de bons de souscription d'actions (BSA).

Van Gallebaert « *Le financement des prêts à habitat soutenu par la LRB* », Bulletin Joly Bourse, 1<sup>er</sup> février 2011 n° 2, p. 148.

65 Si le Système Européen des Banques Centrales (SEBC) a pu accepter temporairement et à titre exceptionnel – du fait d'un fort risque d'assèchement du financement consécutif à la crise financière – de prendre les obligations sécurisées de nature contractuelle en garantie des financements accordés aux banques, SEBC n'accepte en principe que des obligations sécurisées répondant à tous les critères de l'article 52, § 4 de la Directive OPCVM.

66 L'article 154 de la proposition de règlement européen du 20 juillet 2011 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement se réfère à la définition des obligations sécurisées figurant à l'article 52 § 4 de la Directive OPCVM pour déterminer le champ d'application du traitement préférentiel, en ce qui concerne la pondération du risque.

67 Aux États-Unis, il n'y a pas de marché de la dette mezzanine dans les

les termes et conditions des titres à la majorité qualifiée seulement – sauf exceptions – droit de veto, rapports des commissaires aux comptes en cas d'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, etc.). Ces contraintes peuvent rigidifier les relations créanciers-débiteur. Le représentant de la masse n'ayant pas, par exemple, le pouvoir d'accorder au débiteur des mesures de clémence (*waiver*), il doit obligatoirement convoquer, à cet effet, une assemblée spéciale des obligataires d'une même classe conformément aux conditions fixées strictement par la loi. En comparaison, l'agent désigné par les prêteurs d'un prêt syndiqué est en mesure d'accorder plus facilement une telle mesure, les conditions dans lesquelles il peut recueillir le consentement des membres du crédit syndiqué étant librement établies entre les parties<sup>71</sup>.

75. Lorsque le législateur de 2005 a prévu pour les émetteurs de taille significative, la convocation des obligataires en une assemblée unique, afin de soumettre à leur approbation le plan de restructuration, les mezzaneurs se sont vu confrontés à des situations jusqu'alors inédites. Dans les opérations où la société émettrice a, outre la dette mezzanine sous forme obligataire, procédé à l'émission d'autres catégories d'obligations (en général dans les opérations d'acquisition avec effet levier, des obligations convertibles) souscrites par tout ou partie de ses associés d'origine, il a pu arriver qu'en raison des montants émis, au titre des différentes émissions obligataires, les mezzaneurs ne détenaient pas la minorité de blocage (d'un tiers) au sein de l'assemblée obligataire unique prévue par le droit des entreprises en difficulté. Les mezzaneurs se sont ainsi vu imposer par les associés (qui leur sont subordonnés) des propositions contraires aux accords initiaux de partage des risques. Les mezzaneurs ont ainsi été, pris entre « le marteau » des créanciers *senior* et « l'enclume » des associés-créanciers.

76. Ces imperfections du droit des entreprises en difficulté produisirent leurs effets en amont, lors des négociations amiables sur la restructuration de la dette des sociétés. Les conseils juridiques ont alors été sollicités pour mettre en place des mécanismes conventionnels permettant d'éviter aux mezzaneurs de se trouver en conflit avec les associés et/ou les créanciers *senior*. On peut à titre d'exemple citer le fait :

- de structurer l'opération de telle sorte que les obligations convertibles des investisseurs soient émises par un véhicule « au-dessus » de la société émettrice des obligations des mezzaneurs (mécanisme de subordination structurelle avec les inconvénients que cela comporte<sup>72</sup>),
- de prévoir que les obligations convertibles seront converties de plein droit en actions de l'émetteur en cas d'ouverture d'une procédure collective (en totalité ou dans la mesure nécessaire pour garantir aux mezzaneurs une minorité de blocage au sein du groupe des obligataires) ou,
- de mettre en place des mécanismes conventionnels aux termes desquels les titulaires d'obligations autres que les mezzaneurs (lorsque toutes les différentes classes d'obligations sont émises par la même société) s'engagent, en cas

71 Toutefois, dans les opérations de taille significative, le recours à des plateformes en ligne (ex. *Debt Domain*) facilite de manière significative la communication avec les porteurs de titres obligataires, de sorte que les conditions d'obtention de mesures de clémence auprès des obligataires sont finalement assez similaires à celles qui prévalent dans le cadre d'un prêt syndiqué.

72 Cf. § 51 et s.

d'assemblée d'obligataires dans le cadre d'une sauvegarde ou d'un redressement judiciaire à céder aux mezzaneurs un certain nombre de leurs obligations convertibles (avec engagements de rétrocession) permettant ainsi aux mezzaneurs d'avoir « leur mot à dire » dans le vote au sein de ladite assemblée.

Cependant, il convient de préciser que la jurisprudence n'a pas eu l'occasion jusqu'à présent de se prononcer sur la validité ou l'efficacité de ces accords.

77. Grâce à ces mécanismes de protection de nature contractuelle, les mezzaneurs ont pu, en quelque sorte, passer du statut de victimes à celui de bourreaux. S'arrangeant pour être en situation de pouvoir bloquer l'approbation du plan de restructuration au sein de l'assemblée obligataire, les mezzaneurs ont pu, au cours de certaines négociations, conserver des droits dans la société, tout en contraignant les créanciers *senior* à prendre une partie des pertes. Cette situation est en effet en contradiction avec les accords contractuels initiaux, surtout lorsqu'il ne fait aucun doute que la valeur d'entreprise de la société « casse » bien au-dessus de la dette mezzanine (autrement dit, que la valeur d'entreprise de la société est bien inférieure au montant de la dette *senior*)<sup>73</sup>.

78. En imposant le recours au droit luxembourgeois par l'intermédiaire de la technique de la double Luxco<sup>74</sup>, les créanciers *senior* ont cependant réussi dans certaines opérations à améliorer leur position dans l'ordre d'absorption des pertes, en dépit des incertitudes sur la validité d'un tel montage. En cas de difficultés au cours des négociations amiables portant sur la restructuration de la dette de l'emprunteur, la technique de la double Luxco permet aux créanciers *senior* d'être en mesure de réaliser leur gage de premier rang portant sur les titres d'une société de droit luxembourgeois<sup>75</sup> constituée à cette seule fin, et qui est la société mère du groupe français. L'opération est possible dans la mesure où, contrairement au droit français, le droit luxembourgeois ne fait pas échec à la réalisation du gage lorsque le nantissement porte sur des instruments financiers.

79. Dans cette configuration, la position des mezzaneurs est finalement assez similaire à celle du créancier *junior* dans une négociation portant sur la dette d'une société de droit anglais, le risque étant de voir l'entreprise cédée par les créanciers *senior* à un tiers dans des conditions ne permettant pas de maximiser la valeur des actifs. En dépit des mécanismes de

73 Il pourra être argué qu'en raison de la difficulté du droit français à obliger les associés à absorber les pertes, bien souvent quand les parties entament les négociations sur la restructuration de la dette de l'emprunteur, la situation financière de ce dernier est tellement aggravée que la dette mezzanine est déjà, la plupart du temps, en dessous du niveau auquel la valeur « casse ». Ceci est d'autant plus vrai qu'en raison du montant de l'émission obligataire, en proportion du montant total de la dette d'acquisition, elle ne constitue qu'un « coussin » d'une épaisseur très limitée pour les créanciers *senior*.

74 Cf. § 43.

75 L'emprunt est ainsi contracté au niveau de la société de droit luxembourgeois, qui est aussi la société mère de la seconde société de droit luxembourgeois, constituée également pour les besoins du montage. Ainsi, les établissements bancaires sont en mesure de prendre un nantissement sur les actions de la société fille de droit luxembourgeois et pas seulement sur les actions de la société tête de groupe, de droit français. A défaut, l'efficacité du nantissement des établissements bancaires serait contrariée par l'arrêt des poursuites provoqué par le placement en procédure collective de la société chef de file de droit français, puisque les établissements bancaires ne seraient alors pas en mesure de réaliser leur nantissement, quand bien même ce dernier serait de droit luxembourgeois.

protection de nature contractuelle destinés à contrebalancer les effets provoqués par le recours artificiel au droit luxembourgeois, le processus d'enchères organisé postérieurement à la réalisation du gage pour céder l'entreprise, reste essentiellement à la main des créanciers *senior*<sup>76</sup>. Par ailleurs, contrairement à une situation régie par le droit américain des entreprises en difficulté, les *mezzaneurs* n'ont au demeurant pas le droit de prendre le contrôle de la société en convertissant leurs titres de dette en actions, tout en forçant les banques *senior* à rester créancières de la société à des conditions similaires à celles qui prévalaient avant le défaut de l'emprunteur.

80. Cet exemple illustre le fait que lorsque le droit est peu respectueux des accords initiaux sans que l'intérêt général le justifie, la pratique s'efforce de rétablir les parties dans leurs droits sans, qu'au final, l'équilibre trouvé soit vraiment satisfaisant pour aucune d'entre elles, à commencer par l'emprunteur qui doit s'acquitter inutilement de coûts de transactions particulièrement significatifs lors de la mise en place de montages comme de celui de la double Luxco.

81. Cet équilibre déjà fragile, peut être aggravé lorsque surviennent des désalignements d'intérêt importants au sein d'une même classe de créanciers, en raison de l'arrivée de nouveaux investisseurs ayant racheté sur le marché secondaire des titres de créances à un prix comportant une forte décote, par rapport à leur montant nominal (et ce, d'autant plus s'ils ont racheté en même temps d'autres types d'instruments financiers<sup>77</sup>). A cet égard, le mauvais positionnement de la Règle de Droit française contribue à accentuer le désalignement d'intérêt. En effet, le prix offert sur le marché secondaire pour des titres d'une société française, intègre logiquement une décote supplémentaire, pour tenir compte du risque lié au climat d'insécurité juridique<sup>78</sup>.

82. La nouvelle procédure de sauvegarde financière accélérée<sup>79</sup> a marqué la volonté louable du législateur de réduire l'impact de ces éventuels désalignements d'intérêt au cours des négociations amiables portant sur la restructuration de la dette. Cependant, en raison de l'erreur de positionnement de la Règle de Droit, le législateur ne peut exclure que cette

nouvelle procédure conduite dans certaines négociations à renforcer indument le poids des créanciers majoritaires au sein du comité des créanciers bancaires ou de l'assemblée des porteurs d'obligation (au détriment par exemple des *mezzaneurs* mis parfois en minorité par une classe de créanciers – les associés – qui leur est pourtant subordonnée). Cette situation peut nuire à la liquidité du marché secondaire de la dette, au demeurant important pour améliorer *ex ante* le financement de l'économie (au même titre qu'un droit peu protecteur des actionnaires minoritaires ne favorise par la liquidité du marché action).

83. La nouvelle procédure vise à forcer, avant même l'ouverture d'une procédure collective classique, le consentement de créanciers financiers s'ils sont mis en minorité au sein du comité des créanciers bancaires ou de l'assemblée unique obligataire convoquée pour l'occasion. Elle présente à cet égard deux avantages :

- elle accélère les délais d'approbation du plan de restructuration décidé entre les créanciers financiers et,
- elle a, vis-à-vis des créanciers et des fournisseurs, un effet moins stigmatisant qu'une procédure collective classique, d'autant plus que les fournisseurs ne sont pas convoqués en comité pour prendre leur quote-part des pertes. Les créanciers financiers peuvent en effet estimer dans certains cas qu'ils ont plus à perdre en provoquant l'ouverture d'une procédure collective classique qu'à exiger des fournisseurs qu'ils absorbent les pertes avant eux, comme le voudrait la logique lorsque les créanciers financiers sont titulaires de sûretés. Les créanciers financiers seront d'autant plus d'accord que, de toute façon, ils savent qu'ils ne seront pas mieux traités en procédure de sauvegarde que les fournisseurs malgré les sûretés réelles qu'ils pourraient détenir ; enfin et surtout,
- elle produit des effets en amont, c'est-à-dire durant la phase de conciliation, dans la mesure où elle incitera les créanciers réticents à approuver le plan de conciliation devant être approuvé à l'unanimité selon les règles applicables à cette période.

84. Ainsi, certes dans une procédure de sauvegarde financière accélérée les règles d'approbation d'un plan de restructuration ne sont modifiées qu'à la marge par rapport à une procédure collective classique : avec l'accord de la majorité des créanciers financiers, l'avis du comité des fournisseurs n'est pas requis dans la mesure où leur droit de créance ne sera pas affecté par le plan. Cependant, sur un plan économique, cette procédure a des effets induits, puisqu'elle réduit le coût lié à l'ouverture d'une procédure collective formelle<sup>80</sup>. Les créanciers financiers mis en minorité perdent en conséquent *de facto* une partie de leur pouvoir de nuisance, alors même qu'au regard de la valorisation arrêtée de la société, ils peuvent être parfois légitimes à vouloir faire appliquer les

76 Voir A. Pietrancosta et S. Vermeille *ibid* p. 11.

77 V. en ce qui concerne les effets provoqués par le fait de « porter plusieurs chapeaux » (« *wearing multiple hats* »), V. D. Baird, R. Rasmussen « *Anti-bankruptcy* », the Yale Law Journal, 119 : 648 (2010) p. 686.

78 Cf. § 92.

79 Loi 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière. La procédure de sauvegarde financière accélérée permet à la société d'obtenir un accord de ses créanciers financiers (portant notamment sur la conversion de la dette en actions) à la majorité qualifiée prévue par le droit des entreprises en difficulté, comme si la société était en procédure collective (alors qu'en principe un accord unanime est nécessaire pour réaliser une conversion de la dette en actions durant une négociation amiable). L'objectif est que la société puisse plus rapidement retrouver une structure du bilan adéquate, eu égard à ses perspectives de trésorerie futures. En évitant l'ouverture d'une procédure collective classique, stigmatisante pour la société vis-à-vis de ses fournisseurs et de ses clients, la procédure de sauvegarde financière accélérée présente indéniablement un intérêt du point de vue de la société, et donc de la grande majorité de ses créanciers. V. Ph. Roussel Galle, « *Premières vues sur la Sauvegarde financière accélérée et sur les modifications apportées au droit des entreprises en difficulté par la loi du 22 octobre 2010* », JCP E, 2010, 591 ; et sur le projet : P.-M. Le Corre, « *L'avènement d'une procédure semi-collective* », Gaz. pal. 15/16 oct. 2010, p. 3 ; Th. Montéran, « *Rapide aperçu de la sauvegarde financière accélérée. 2010 : agression sauvage des principes d'égalité des créanciers et d'unicité du patrimoine* », Gaz. pal. 15/16 oct. 2010, p. 9, p. 10 ; G. Teboul, « *Un nouveau coup de balancier ! le projet de sauvegarde financière expresse* », Gaz. Pal. 15/16 sept. 2010, p. 8.

80 En effet, avant l'entrée en vigueur de la loi sur la sauvegarde accélérée, le fait que l'ouverture d'une procédure collective classique était très coûteuse pour les créanciers *senior* en particulier (la valeur d'entreprise déclinant, la valeur de leurs droits était nécessairement très affectée à partir du moment où la valeur « cassait » à leur niveau) conférait aux créanciers minoritaires dans la négociation (en particulier les créanciers ayant peu investi en proportion des autres) un pouvoir de nuisance qu'ils pouvaient mettre à leur profit. V. à cet égard B. Chopard, S. Vermeille, S. Portsmouth, L. Gregoire Sainte Marie « *Partage des risques, partage de la valeur, étude des effets du droit des procédures collectives sur la négociation amiable de la dette* » RTDF n°1 p. 1 (2011).

accords de partage des risques initiaux. Les droits d'une classe toute entière d'investisseurs ou de certains investisseurs minoritaires au sein d'une même classe pourront ainsi, le cas échéant, être encore davantage bafoués qu'ils ne l'étaient auparavant. Les recours abusifs des créanciers, comme ceux plus légitimes, continuent d'être traités de la même manière par la loi.

85. Le risque de transfert de richesse indu des créanciers mis en minorité n'est pas négligeable dans la mesure où, contrairement notamment au droit américain (le *best interest of Creditor test*<sup>81</sup>), ainsi qu'au droit allemand, le droit des entreprises en difficulté ne permet pas au juge de vérifier, *a minima*, au moment de forcer le consentement des créanciers, qu'ils ne sont pas moins bien traités que si la société avait été placée en liquidation judiciaire immédiate (c'est-à-dire sans maintien de l'activité, entraînant la cession des actifs pris séparément).

86. La procédure de sauvegarde financière accélérée est ainsi susceptible de produire, comme les autres mesures de remède, des effets induits non maîtrisés<sup>82</sup>. En définitive, l'intérêt général – la préservation de la valeur d'entreprise de la société défaillante – serait, semble-t-il, mieux servi, si le droit des entreprises en difficulté respectait davantage les droits des créanciers.

87. Le financement de certaines opérations avec une dette obligataire privée dite « unistranche<sup>83</sup> », ne venant pas en complément d'un prêt bancaire *senior*, compte tenu de la diminution de la participation des établissements bancaires dans le financement de l'économie, est vécu comme une situation attractive du point de vue des mezzaneurs. En effet, ces derniers se retrouvent en mesure d'avoir la majorité au sein de l'assemblée unique obligataire sans avoir besoin de recourir à des arrangements d'ordre contractuel. Cependant, la capacité des emprunteurs à pouvoir recourir à des financements obligataires « unitranches » est, semble-t-il, dans le marché actuel, limité compte tenu de l'offre de crédit et des attentes initiales des investisseurs de fonds mezzanine en termes de couple risque/rendement (la rémunération dans le cadre d'une dette unistranche étant moins élevée que dans celle d'une dette mezzanine).

## 2. Atrophie du marché des fusions-acquisitions de sociétés en difficulté (« *distressed M&A* »)

### Atrophie du marché *distressed M&A* des sociétés liée à la difficulté de réaliser des opérations dites de « *loan to own* »

88. Le droit français des entreprises en difficulté a une influence directe sur la manière dont des entreprises fran-

çaises rentables au plan opérationnel, mais insolvable au plan financier, à cause d'une structure de capital inadaptée, sont rachetées par des fonds d'investissement en amont de l'ouverture d'une procédure collective. En raison de la préférence du droit en faveur des associés, les opérations de retournement sont réalisées en France le plus souvent *via* l'émission d'actions nouvelles souscrites par des fonds d'investissement (et non par le rachat d'instruments de dette convertis ensuite en actions). Cette technique présente deux inconvénients :

- elle retarde la date à laquelle le bilan de la société peut être restructuré (au risque que la situation opérationnelle se détériore très rapidement), dans la mesure où seule une date proche de la crise de liquidité incitera suffisamment les créanciers et les actionnaires existants à faire des concessions en contrepartie d'un apport en fonds propres<sup>84</sup> ;
- elle est inappropriée lorsque l'emprunteur a un bilan complexe.

89. Lorsque l'état d'endettement d'une société nécessite une réorganisation de son bilan, les établissements de crédit n'ont généralement, ni la capacité, ni la volonté de gérer les conséquences d'une éventuelle conversion de leurs créances en titres de capital. Ils sont alors enclins à céder leurs positions sur le marché secondaire de la dette.

90. Il existe des acteurs désireux de racheter les titres de créances de sociétés en difficulté auprès des établissements de crédit et/ou sur les marchés obligataires. Ils utilisent une technique, mettant en scène des fonds de dette (comme Oaktree Capital Management) qui est classique aux États-Unis. Ces investisseurs peuvent prendre le contrôle de sociétés en difficulté (le cas échéant de manière hostile), s'ils estiment que la valeur d'entreprise est supérieure à la valorisation faite par le marché à travers le prix offert pour l'achat de ses différents titres de dette (opération dite de « *loan to own* »<sup>85</sup>). Les prises de participations importantes de fonds de taille significative dans des sociétés mêmes cotées à la suite d'une conversion de la dette en actions permettent d'accompagner les sociétés durant la phase de retournement et facilitent l'accès des emprunteurs à de nouveaux financements.

91. Cette manière de restructurer le bilan d'une société en difficulté présente l'avantage de pouvoir être réalisée bien en amont d'une crise de liquidité (contrairement à la technique

84 L'inefficacité de la Règle de Droit a un effet particulièrement pernicieux pour l'emprunteur au moment des négociations amiables engagées avec ses banquiers : les équipes dédiées au sein des établissements bancaires français à la restructuration des prêts sont en effet tentées, en raison de l'environnement juridique qui leur est défavorable, de ne pas tenir compte de la valeur d'entreprise de l'emprunteur au moment de négocier à l'amiable avec la société. Ces équipes prennent des décisions « par induction à rebours » (c'est-à-dire raisonnent de manière stratégique), en tenant compte du coût qu'elles supporteraient (et donc des sommes qu'elles récupéraient) dans l'hypothèse d'un échec de la négociation amiable et donc des suites provoquées par l'ouverture d'une procédure collective après cessation des paiements. Sur la base de ce montant (forcément bas) servant de valeur de plancher, les équipes dédiées à la restructuration peuvent estimer « leur surplus de négociation », c'est-à-dire ce qu'elles peuvent tenter d'obtenir de plus par rapport à cette valeur de plancher. En ne raisonnant pas en fonction de la valeur d'entreprise, les établissements bancaires se sentent moins concernés par l'aggravation des coûts de détresse financière supportés par l'emprunteur. Pour une explication du concept de « décisions par induction à rebours » et de « surplus de négociation » dans le cadre d'une négociation amiable sur la dette V. B. Choipard, S. Vermeille, S. Portsmouth, L. Gregoire Sainte Marie *ibid* p. 8.

85 V. S. Vermeille « *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?* » JCP Ed. E 2009, 1709.

81 V. D. Baird « *Elements of Bankruptcy* » Foundation Press. Third Edition p. 215.

82 Une consultation a été lancée en 2011 par le Ministère de la Justice pour modifier la composition des comités de créanciers (sans évoquer la possibilité de pouvoir exclure les associés). Cette consultation n'a pour l'instant donné lieu à aucune suite.

83 Ainsi, en janvier 2011, Fondations Capital a relancé le mouvement en rachetant les restaurants Courtepaille avec une dette obligataire privée dite « unistranche » (160 millions d'euros) souscrite intégralement par ICG. Duke Street a suivi au printemps 2011 en refinançant son LBO sur le laboratoire Biomnis par une obligation de six ans similaire (150 millions d'euros) auprès d'Axa Mezzanine.

du retournement *via* la souscription de nouvelles actions). Elle est ainsi moins destructrice de valeur pour l'entreprise, cette dernière faisant l'économie des coûts de détresse financière.

92. Compte tenu de la préférence du droit français des entreprises en difficulté pour les associés, la réalisation de ce type d'opérations en France est plus difficile<sup>86</sup> et produit même des effets indésirables :

- elle est souvent mal perçue par les dirigeants français, peu familiers de ce type d'opérations, surtout lorsqu'ils sont en situation de conflit d'intérêts, s'ils sont également associés majoritaires ;
- elle peut être également mal perçue par les autres créanciers, en raison du risque de désalignement d'intérêt produit par le rachat par le fonds d'un titre de créance similaire aux leurs, mais à un prix très inférieur à leur valeur faciale, décollé par ailleurs de la valeur d'entreprise de la société en difficulté. L'écart entre le prix offert par le fonds sur le marché pour l'acquisition des titres de dette et la véritable valeur d'entreprise de la société en difficulté reflète en effet le coût du risque résultant du climat d'insécurité juridique. Cette forte décote empêche, par ailleurs, en France la formation d'un marché secondaire, les établissements de crédit étant peu désireux de vendre dans ces conditions. Cette situation nuit au final au bon déroulement des négociations portant sur la restructuration de la dette de l'emprunteur ; et
- elle est néanmoins rendue possible, en cas de crise de liquidité de la société emprunteuse, si le fonds de dette est disposé à investir directement dans la société, contrairement aux associés.

93. Pour ces raisons, le marché dit du « *distressed M&A* » reste essentiellement en France l'apanage de fonds de retournement « *equity* » (Butler Capital Partners, Caravelle, Vermeer Capital, Perceva Capital, Verdoso, etc.), investissant en fonds ou quasi fonds propres, en accord avec le management et les principaux associés. Ces derniers investissent sous réserve d'obtenir des remises de dette de la part des créanciers dans des proportions suffisantes pour que l'emprunteur ne subisse plus en principe des coûts de détresse financière.

94. Néanmoins, les prises de contrôle *via* une augmentation des fonds propres seront à l'avenir plus difficiles en raison :

- d'une dispersion plus importante de la dette entre plusieurs mains (la dette circulant de plus en plus souvent sur les marchés financiers, en particulier celle des sociétés en difficulté), rendant difficile la négociation d'un abandon de créances consensuel (puisqu'avant l'ouverture d'une procédure collective), en contrepartie de l'entrée au capital du fonds ;
- de l'augmentation du nombre et de la taille des classes de créanciers/associés de sociétés en difficulté, les fonds devant alors investir des montants plus importants (et en pure perte dans les classes de créances n'ayant pourtant en principe droit à rien compte tenu de l'état d'insolvabilité de la

86 Oaktree Capital Management est le seul fonds de dette, ayant une taille suffisamment significative pour réaliser des opérations *loan to own*, qui a réalisé dans le passé des investissements en France. Au Royaume-Uni, ils sont plus d'une vingtaine en comparaison.

société<sup>87</sup>), afin de s'assurer le contrôle des négociations avec les associés existants, et les créanciers en fonction de la configuration du comité des créanciers financiers et de l'assemblée unique des obligataires, invités à approuver le plan de restructuration, et

- du décalage de plus en plus important entre la structure du bilan et les perspectives de trésorerie futures de la société (en raison du recours accru à l'effet de levier et de l'aggravation de la crise économique), cette situation conférant au final un pouvoir de négociation (et donc de nuisance) à tous les créanciers (même les plus *junior*) qui n'ayant plus grand-chose à perdre, n'ont plus à craindre la menace d'un rééchelonnement d'office de leurs créances sur une période maximale de dix ans, en cas d'ouverture d'une procédure collective<sup>88</sup>. Réalisant qu'ils peuvent utiliser cette situation à leur profit, les créanciers peuvent résister à l'entrée au capital d'un fonds de retournement en négociant ardemment le prix de leurs créances, ce qui peut nuire à la préservation de la valeur d'entreprise de la société.

95. Cette dernière affirmation doit être nuancée lorsque justement le décalage entre la structure du bilan et les perspectives de trésorerie futures de la société emprunteuse est tel que dans le contexte d'une restructuration d'une société sous LBO, les dirigeants de l'emprunteur réalisent qu'ils ont plutôt intérêt à provoquer l'exclusion du fonds actionnaire de la société et à trouver un accord avec les créanciers, plutôt que de continuer à lier leurs intérêts à ceux du fonds d'investissement. Dans ce contexte financier très dégradé, sans le soutien des dirigeants des sociétés emprunteuses, eu égard au risque de contentieux prégnant en cas d'enlisement de la situation et l'impossibilité d'ouvrir la procédure de sauvegarde sans les dirigeants (sans parler du risque réputationnel pour le fonds), le fonds actionnaire est alors obligé d'accepter de sortir de la société, même s'il a encore théoriquement un pouvoir de nuisance en raison de la préférence donnée à la loi aux actionnaires. La conversion de la dette en actions est facilitée dans ce scénario lorsque les créanciers concernés ne sont pas des établissements bancaires et sont en conséquence davantage en mesure de pouvoir détenir le capital de la société débitrice.

96. La restructuration financière de la société Novasep en mars 2012 est illustrative à cet égard. Pour la première fois, la dette obligataire *high yield* d'une société de droit français a pu être échangée contre des actions et une nouvelle émission obligataire *high yield*, permettant ainsi une réduction très significative de l'endettement du groupe. Cette opération a été rendue possible et ce, même en l'absence de crise de liquidité imminente, la dette de Novasep étant en grande partie amortissable à terme. L'investissement d'un des actionnaires financiers dans la société Novasep accompagné par le FSI n'a en effet pas été l'élément déterminant de l'issue de la restructuration financière, comme a pu l'être l'investissement d'Oaktree Capital Management dans SGD quelques années

87 Les fonds de dette devraient en principe racheter la classe de créances au niveau duquel la valeur « casse », c'est-à-dire la tranche détenue par les nouveaux propriétaires résiduels de la société. Les fonds sont ainsi contraints de tenir compte du fait que la loi autorise tous les créanciers à voter le plan de restructuration.

88 En temps normal, les dirigeants d'entreprises en difficulté comptent en effet beaucoup sur la menace d'un rééchelonnement d'office des créances par le juge des créanciers sur une période maximale de dix ans pour obtenir des remises de dette au profit finalement des associés. Cependant, depuis quelques années, les banques françaises acceptent de moins en moins des abandons de créances sans contrepartie. Elles ont été amenées à certaines occasions à prendre une partie du capital des sociétés en difficulté.

plus tôt<sup>89</sup>. Néanmoins, le décalage entre les perspectives de trésorerie futures et la structure du bilan de la société Novasep était tel que le rééchelonnement de sa dette sur dix ans, rendu possible par le droit des entreprises en difficulté, n'aurait pas été suffisant pour assurer le retour à meilleure fortune du fonds actionnaire.

97. En fin de compte, c'est lorsque la situation de l'emprunteur est délicate, sans être catastrophique, que la préférence du droit français pour les actionnaires conduit à faire des sociétés sous LBO des « zombies », faute pour elles de pouvoir pousser à la sortie leurs actionnaires et donc de se désendetter dans une proportion suffisante dans le cadre d'une processus de restructuration<sup>90</sup>.

98. Les règles du monopole bancaire (ou l'interprétation qui peut en être faite par la jurisprudence) sont susceptibles de décourager par ailleurs les fonds de dette de pouvoir réaliser des opérations de crédit secondaires, et donc de racheter la dette portée par les établissements bancaires<sup>91</sup>.

99. La fiscalité peut également être un frein important à la restructuration des sociétés et aux opérations dites de « *loan to own* », lorsque les règles fiscales applicables s'attachent trop à la forme, et pas suffisamment à l'économie de l'opération de restructuration. Une revue des règles applicables dans chacune des juridictions mentionnées dépasse le cadre de cette étude. Les aspects fiscaux ne doivent pas pour autant être occultés lorsqu'il s'agit d'évaluer l'attractivité d'une juridiction donnée. Les règles fiscales peuvent conduire les parties à ne pas toujours prendre les mesures les plus adéquates du point de vue de l'emprunteur, et ce afin de préserver les intérêts des autres acteurs concernés (actionnaires et créanciers)<sup>92</sup>.

### Atrophie du marché du *distressed M&A* des sociétés devant faire l'objet de mesures de restructuration au niveau opérationnel

100. Le droit social français est vécu par les acteurs économiques comme un frein très important aux opérations

89 V. A. Pietrancosta, S. Vermeille, *ibid* p. 12 et s.

90 Pour une description de l'opération SGD, V. B. Chopard, S. Vermeille, S. Portsmouth, L. Gregoire Sainte Marie *ibid*. Concernant la restructuration de la dette de la société Novasep, l'intervention du Comité Interministériel des Restructurations Industrielles (C.I.R.I.) dans les négociations a sans doute facilité l'exclusion des actionnaires existants... De plus, au cas présent, on peut douter de la pertinence de l'intervention du FSI, prêteur au taux élevé de 13 % au regard des missions qui lui ont été initialement confiées par le gouvernement. Le contexte électoral n'y étant sans doute pas étranger... Enfin, il convient de souligner qu'en l'espèce, la dette obligataire *high yield* était une dette amortissable à terme à un taux très élevé, et que l'ouverture d'une procédure de sauvegarde n'aurait pour effet que d'alourdir un peu plus la charge d'intérêt.

91 Cf. § 114.

92 On observe souvent les problèmes suivants en cas de restructuration :

- en cas de capitalisation d'une créance rachetée à prix décoté, le titulaire de la créance convertie en actions encourt un risque de gain taxable à hauteur de la décote, alors qu'il ne reçoit que des titres, et pas d'argent pour payer l'impôt et qu'il n'y a possiblement aucun gain économique si les titres reçus en échange ne valent rien ;
- les risques de non-déductibilité de certains abandons de créance ou subventions à des filiales étrangères (notamment allemandes) lorsque le droit local traite l'opération comme une contribution aux fonds propres ;
- les restrictions à l'utilisation des déficits fiscaux reportables (introduites par la loi de finances rectificatives de septembre 2011 en France) qui peuvent conduire dans certaines circonstances (notamment la liquidation de la société, un abandon de créance, la reprise de provision) à constater un profit taxable alors que la société n'est pas en mesure de payer l'impôt.

d'acquisition de sociétés devant procéder à, ou venant de faire l'objet de mesures de restructurations au niveau opérationnel. L'étude exhaustive des particularités du droit social français en la matière dépasse le cadre de cette étude. On notera à ce stade que la jurisprudence en droit social multiplie les cas dans lesquels les fonds d'investissement peuvent être affectés par les restructurations ou fermetures d'entreprises, remettant ainsi en cause les principes inhérents au fonctionnement des fonds d'investissement. D'une part, l'élargissement de la théorie du co-emploi peut conduire à la mise en cause d'un fonds actionnaire majoritaire (dans le but de le rendre co-débiteur des créances salariales découlant de la restructuration), dès lors qu'il existe entre ce fonds et l'entreprise une « *confusion d'intérêts, d'activités et de direction* » (sans pour autant qu'il y ait confusion de patrimoines)<sup>93</sup>. D'autre part, l'extension de la notion de groupe conduit certains demandeurs à prétendre que le fonds constitue, avec l'ensemble de ses participations, un groupe à l'intérieur duquel le reclassement des salariés licenciés devrait être recherché en cas de licenciement pour motif économique. La stratégie d'arbitrage des risques du fonds de retournement cherchant à investir dans des projets par essence très risqués, requiert pourtant qu'il puisse maintenir une séparation étanche entre ses sociétés détenues en portefeuille<sup>94</sup>.

101. Outre la question du reclassement des salariés mis à la charge des fonds d'investissement et de la jurisprudence co-emploi, il convient de souligner qu'en dépit d'un texte clair, de sa délimitation par le Conseil constitutionnel et d'une interprétation constante de la Cour de cassation au cours des quinze dernières années, des juridictions de premier et de second degré ont récemment annulé des procédures de licenciement collectif pour un motif non prévu par les textes<sup>95</sup>. Même si ces décisions ont été en définitive récemment invalidées par la Cour de cassation dans sa décision Viveo du 3 mai 2012<sup>96</sup>, l'instabilité de la jurisprudence des juridictions judiciaires en matière sociale, produit un effet repoussoir vis-à-vis des investisseurs susceptibles de vouloir acquérir l'entreprise en difficultés. Cette insécurité juridique provoque également chez les salariés des attentes illégitimes au regard du droit applicable et induit des comportements (voire de certains patriciens) qui peuvent ajouter aux difficultés de l'entreprise.

102. De surcroît, le marché du *distressed M&A* peut être atrophie en raison du risque pour les fonds de voir leur responsabilité mise en jeu du fait de la jurisprudence en matière d'actions en responsabilité pour insuffisance d'actif. Ce risque provoque un effet repoussoir vis-à-vis des investisseurs, et ce en dépit du caractère relativement isolé de ces

93 Et ce, même en l'absence de tout lien de subordination entre le fonds d'investissement et les salariés de l'entreprise. V. sur l'extension de la théorie du co-emploi, N. Morelli, « *Propos commercialistes sur la « confusion d'intérêts, d'activités et de direction »* in JCP E, 2009, 173 et sur l'affaire Sublistatic, mettant en cause un fonds d'investissement sur le terrain du co-emploi, A. Couret et B. Dondero, « *Le reclassement des salariés* » in *Le groupe de sociétés*, et le FCPR (affaires *Unichips, Sublistatic et SGD*) » in JCP E, 2010, 1915.

94 V. Ord. réf. TGI Nanterre, 20 novembre 2009, CCE de SGD contre SGD, Sagard et Cognetas. Cette ordonnance a été infirmée en appel, mais en des termes assez ambivalents puisque fondés sur les pouvoirs du juge des référés et nullement sur la notion de groupe en elle-même (CA Versailles, 3 février 2010, n°09/09068 et 09/09154).

95 V. notamment Cour d'appel de Paris, 12 mai 2011, Comité d'entreprise de Viveo France c/ Viveo France.

96 Arrêt n° 1299 du 3 mai 2012 (11-20.741) de la chambre sociale de la Cour de cassation.

décisions de justice. Cette action en responsabilité des dirigeants de droit et parfois de fait (les associés) prévue par la loi et visant à sanctionner les comportements opportunistes conduisant à une aggravation du passif de la société, n'a en principe pas lieu d'être dans ce type de situations (étrangères au modèle classique dans lequel le recours au crédit est par essence réduit)<sup>97</sup>.

103. Les intérêts des autres créanciers de l'emprunteur (les fournisseurs en particulier) que souhaite assurer la loi, seraient en effet mieux assurés si la Règle de Droit était efficace. Les créanciers financiers seraient en effet à même de provoquer, *via* la documentation de crédit, une restructuration du bilan en amont de la survenance d'une crise de liquidité. Les autres créanciers, n'ayant aucun moyen de contrôler le comportement opportuniste des dirigeants et des associés, devraient ainsi pouvoir compter sur l'intervention des créanciers financiers<sup>98</sup>.

### Impact au niveau macroéconomique de l'atrophie du marché du *distressed M&A*

104. En l'absence de modification de la Règle de Droit, il existe un risque élevé qu'avant une date proche de la crise de liquidité, un nombre significatif de sociétés ayant une structure du bilan inadaptée, voire même des problèmes opérationnels, ne parviennent ni à trouver un nouvel actionnaire majoritaire, parmi les fonds de retournement, ni à restructurer leur niveau d'endettement dans des proportions suffisantes. Ces sociétés ne pourront que bien trop tardivement engager des négociations avec leurs associés et leurs créanciers, le plus souvent, au début, à l'amiable dans le cadre d'un mandat *ad hoc* ou d'une conciliation<sup>99</sup>.

105. Ces négociations seront, par ailleurs, nécessairement trop longues (et donc trop coûteuses pour l'emprunteur) en raison de la difficulté pour les parties de s'accorder sur des nouvelles règles de partage des risques (prenant en compte à la fois des accords initiaux et des règles imposées en procédure collective).

106. En raison du traitement de faveur accordé aux associés, ces négociations ne conduiront qu'à un accord insatisfaisant sur le montant de la dette à convertir en actions ou faisant l'objet d'un abandon de créance (et ce, afin de limiter l'effet dilutif pour les associés provoqué par la conversion de la dette)<sup>100</sup>. Un nombre non négligeable de sociétés françaises seront ainsi désavantagées vis-à-vis de leurs concurrents étrangers, moins endettés, qui auront pu bénéficier d'un environnement juridique plus favorable à l'étranger.

107. L'arrivée à maturité en 2015 d'un montant d'environ 10,4 milliards d'euros de dette LBO en France (alors que ce montant est de 4,6 milliards d'euros en 2013 et 2014 et seulement de 591 millions d'euros cette année)<sup>101</sup> appelle une prompt réponse du législateur. La phase de *reset* des covenants et de neutralisation de leurs effets à laquelle le marché a assisté depuis le début de la crise économique, prendra nécessairement fin à l'approche de la date de maturité des financements. Depuis le début de l'année 2012, on note, au sein des équipes dédiées dans les établissements bancaires en France, une hausse significative des dossiers de restructuration. Les sociétés concernées connaissent cette fois-ci des difficultés beaucoup plus significatives que les sociétés sur lesquels ces mêmes équipes eurent à travailler durant l'intermède fin 2010/2011. Cette fois-ci, des mesures de restructuration dououreuses sont indispensables<sup>102</sup>.

### 3. Absence d'un marché du financement des sociétés placées en procédure collective

108. L'étude du marché du « *Debtor-In-Possession (DIP) Loan* » aux États-Unis illustre également l'intérêt pour les sociétés de pouvoir s'appuyer sur une Règle de Droit, protectrice des droits de leurs investisseurs. Le *DIP loan* est un financement accordé à une société placée sous la protection du *Chapter 11* pour lui permettre de couvrir ses besoins de trésorerie, jusqu'à la clôture de la procédure. Le droit américain des entreprises en difficulté encourage le *DIP loan* en accordant aux prêteurs un rang de priorité *senior* conformément à la section 364 de l'*US Bankruptcy Code*.

109. Aux États-Unis, la moitié des sociétés sous la protection du *Chapter 11* se voient accorder des *DIP Loan*. Outre un taux d'intérêt élevé, les exigences du pourvoyeur d'un *DIP*

97 L'action en responsabilité pour insuffisance d'actif est, comme son nom l'indique, une action en responsabilité, même si elle est appréhendée comme une sanction patrimoniale visant à faire supporter au dirigeant de droit ou de fait (lorsqu'il s'agit de rechercher la responsabilité des associés) tout ou partie de l'insuffisance d'actif de l'entreprise en procédure collective lorsque celle-ci trouve sa cause dans une faute de gestion (même si le dirigeant n'en a tiré aucun profit direct personnel). Pour une description des effets induits de cette action sur le comportement des fonds cf. § 102.

98 Ce problème n'est pas propre à la France. Les autres pays européens ont également conservé en majorité, une approche « classique » en ce qui concerne le traitement légal du risque d'aléa moral en raison du comportement opportuniste des dirigeants de société. C'est le cas, particulièrement en Allemagne. Ainsi, les dirigeants doivent ouvrir une procédure collective à partir du moment où il est avéré que la valeur des actifs de l'emprunteur ne lui permettront pas de payer à terme ses créanciers (et donc avant l'arrivée à maturité de la dette comme en droit français). Cette obligation est contreproductive dans le cadre de négociations amiables portant sur la dette de LBO. On notera cependant que le législateur allemand a le 17 octobre 2008 voté en urgence une loi afin de suspendre temporairement l'obligation d'ouvrir une procédure mise à la charge des dirigeants d'entreprise en difficultés, à la condition que ces derniers puissent faire valoir, pour échapper à l'obligation, que leur société ne fait pas face à une crise de liquidité imminente. Les effets de la loi, supposée temporaire, ont été prolongés pour l'instant jusqu'au 31 décembre 2013. V. A. Gallagher, W. Harlfinger « *Expected Return to Former Overindebtedness Test under German Insolvency Law* » ABI Journal 30 Octobre 2011 p. 30. Pour une présentation du régime allemand V. M. Schillig « *The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance – Convergence of German and US law ?* » European Company and Financial Law review (2010), p. 116 – 157. Si le législateur français a, à juste titre, récemment réduit le champ d'application de l'action en soutien abusif pour tenir compte de l'évolution de l'économie, il n'a pas envisagé pour l'instant de réduire le champ d'application de la loi en matière d'action en responsabilité pour insuffisance d'actif. Cf. § 201.

99 L'arrivée d'un tiers de manière plus ou moins formelle destinée à faciliter les négociations, est une autre illustration des mesures de remède à la marge prévues par le législateur. Ces mesures sont destinées à contreba-

lancer les effets induits produits par le changement de règles en plein « jeu » par l'effet de l'influence du droit des entreprises en difficulté sur la dynamique de négociation amiable en amont.

100 V. B. Chopard, S. Vermeille, S. Portsmouth, L. Grégoire Sainte Marie, *ibid* p. 14.

101 Source Crédit Suisse.

102 De plus, eu égard à l'évolution de l'économie axée sur l'innovation, on peut raisonnablement s'attendre à un nombre grandissant de défaillances de sociétés cotées, même de taille significative à l'avenir. L'ouverture récemment par la société Kodak d'une procédure de *Chapter 11* en est l'illustration. Sa capitalisation a fondu de 31 milliards de dollars, en l'espace de seulement quinze ans, la société ayant « raté » le virage de la photo numérique.

*Loan* se matérialisent par l'obtention dans 92 %<sup>103</sup> des cas de sûretés de rang primant les sûretés existantes sur des actifs de valeur de la société ou de ses filiales et par l'assurance de pouvoir saisir, en cas de non-respect des *covenants*, les actifs grevés, sans avoir à obtenir l'autorisation du juge.

110. La prévisibilité de l'issue du *Chapter 11* est également un gage important du point de vue des prêteurs de *DIP Loan*. Les prêteurs *senior* de la société (établissement de crédits) et les *hedge funds* étant en concurrence sur ce segment de marché, l'emprunteur profite d'un meilleur coût du financement<sup>104</sup>.

111. En comparaison, deux anomalies peuvent être relevées en droit français :

– si la notion de *DIP loan* ressemble au privilège de *new money* en procédure de conciliation, il n'existe pas de privilège légal équivalent à celui accordé par l'*US Bankruptcy Code* aux pourvoyeurs de *DIP loan* quand le débiteur est placé en procédure collective ;

– les droits des créanciers titulaires d'un privilège de *new money* homologué par le juge ne sont pas suffisamment protégés en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde ou de redressement : ces créances seront *a priori* soumises à l'interdiction des paiements des créances antérieures. L'approbation d'un plan de redressement/sauvegarde pourrait ne pas garantir le privilège (c'est-à-dire leur droit de priorité par rapport aux autres créanciers). La doctrine considère majoritairement que le règlement de la créance des créanciers titulaires d'un privilège de *new money* pourra être modifié par le plan<sup>105</sup>.

112. Il est, certes, possible d'accorder des prêts après l'ouverture d'une procédure collective. Les prêteurs seraient cependant primés par un certain nombre d'autres créanciers en cas de liquidation. A titre d'illustration, le traitement très favorable accordé aux salariés en cas de restructuration au plan opérationnel a pu être vécu comme un frein à l'apport d'argent frais dans la société.

113. Enfin, le marché du *DIP Loan* ne pourrait se développer en France de manière similaire, qu'à la condition que les règles relatives à la protection des investisseurs soient revues, notamment celles concernant le monopole bancaire sur les opérations de crédit.

#### 4. Monopole bancaire sur les opérations de crédit et l'impossible accès des fonds d'investissement aux marchés primaire et secondaire de la dette

114. Comme évoqué précédemment, les règles du monopole bancaire constituent un frein à la liquidité, voire même à la

formation de certains marchés du financement, pourtant utiles compte tenu du retrait des établissements bancaires de certains segments de marché.

115. En France, les opérations de crédit sont, sauf exceptions limitatives<sup>106</sup>, réservées aux établissements de crédit agréés par l'Autorité de Contrôle Prudentiel. Leur sont assimilés les établissements d'autres pays de l'Espace économique européen (EEE) agréés dans leur pays d'origine.

116. Cette réglementation n'a pas été reprise au niveau européen, la directive européenne<sup>107</sup> n'instaurant de monopole que pour l'activité de réception de dépôts ou d'autres fonds remboursables venant du public. Autrement dit, le crédit est une activité réglementée, ouverte à d'autres acteurs que les établissements de crédit, à la condition que cette activité ne soit pas alimentée par des dépôts reçus du public. A titre d'illustration, en Grande-Bretagne, le *Banking Act* de 1987 réglemente l'activité bancaire pour autant qu'elle porte à la fois sur la réception de dépôts (qu'ils proviennent ou non du public) et l'octroi de crédits. D'autres États ont opté pour la définition communautaire de l'établissement de crédit (qui détermine implicitement le champ d'application du monopole bancaire). Ainsi, ne considèrent-ils pas l'activité de crédit comme étant une opération de banque en l'absence de réception de fonds du public. Tel est le cas de l'Espagne, l'Italie, la Belgique et des Pays-Bas. Dès lors, des fonds d'investissement de dette peuvent dans ces pays demander un agrément afin de réaliser des opérations sur le marché primaire de la dette, à la condition de se soumettre aux conditions applicables localement.

117. De surcroît, en France, quelle que soit l'origine des fonds, le transfert de créances non échues étant considéré comme une opération de crédit<sup>108</sup>, le marché secondaire n'est en principe pas accessible aux fonds d'investissement (même si cette interdiction ne semble pas toujours respectée en pratique). Pourtant, la libre cessibilité des crédits bancaires est devenue ces dernières années, sur le modèle américain, une norme dans la plupart des pays européens. En contribuant à la liquidité du marché secondaire, la clause prévoyant dans un contrat de prêt la libre cessibilité des crédits bancaires facilite *ex ante* l'accès des entreprises au marché du financement primaire.

118. Aujourd'hui, outre un champ d'application peu clair compte tenu des différences d'interprétation selon le juge

103 V. K. Ayotte et E. Morrison, « *Credit Control and Conflict in Chapter 11* », Columbia University – Center for Law & Economics Research Paper n° 321, disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

104 Les établissements bancaires prêteurs acceptent de prêter davantage à leurs débiteurs, de peur de voir un *hedge fund* prendre le contrôle de la société par ce mécanisme (autre forme du « *loan to own* »). Certains observateurs ont mis en avant certaines dérives aux États-Unis sur le marché du *DIP Loan* en raison de la présence accrue des *hedge funds* sur ce segment de marché. V. H. Miller « *Chapter 11 in Transition—From Boom to Bust and Into the Future* » *ibid* p. 391. Cf. § 159.

105 Il subsiste cependant une incertitude en la matière qu'il est souhaitable que le législateur clarifie.

106 On compte parmi les exceptions : le crédit inter-entreprises, les comptes courants d'associé, les opérations de trésorerie intra-groupe, les prêts à long terme sous la forme de quasi fonds propres qui respectent les conditions fixées par la loi en matière de prêts participatifs, les opérations de titrisation dans les conditions imposées par la loi.

107 Article 5 Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte).

108 Cass crim, 20 février 1984, 83-90.738, Bull. Crim. n° 62 ; RTD com 1984, 316, obs. Cabrillac et Teyssié ; D. 1985, IR, 327, obs. Vasseur et CE 6/2 SSR, du 8 juillet 1987, 47192, mentionné aux tables du recueil Lebon. Cependant, depuis que l'Assemblée Plénière de la Cour de cassation a indirectement refusé de sanctionner civilement la violation du monopole bancaire qui aurait pu provoquer la nullité du contrat de prêt et donc l'absence de droit pour le créancier au paiement des intérêts, cette interdiction semble n'être pas toujours respectée en pratique. V. Ass. plén., 4 mars 2005, n° 03-11.725, Bull. AP, n° 2 ; D. 2005, p. 785, obs. B. Soussi ; *Ibid*, p. 836, obs. X. Delpech ; *Ibid* 2006, pan 156, obs. H. Synvet ; RTD civ. 2005, p. 388, obs. J. Mestre et B. Fages ; RTD com. 2005, p. 400, obs. D. Legeais ; JCP G 2005, II, 10062, concl. De Gouttes ; JCP 2005, éd. E, 690, note Th. Bonneau.

administratif, civil ou pénal, les raisons historiques, à l'origine de la loi sur le monopole bancaire, à savoir la protection des déposants, le contrôle de la création monétaire, ainsi que le contrôle du crédit ne justifient plus *per se* le maintien de la règle<sup>109</sup>.

119. Le palliatif consistant pour les sociétés françaises à émettre des obligations (par exemple, le financement *mezzanine* des sociétés sous LBO) n'est pas pleinement satisfaisant, compte tenu des règles contraignantes du droit des sociétés en matière d'émissions obligataires, mais également sur un plan financier, les titres obligataires manquant de flexibilité par rapport au contrat de prêt (hypothèse de multiples tirages sur une même ligne de crédit, crédit *revolving*, etc.). L'autre palliatif pouvant consister pour les établissements bancaires à céder leurs actifs bancaires à des véhicules de titrisation n'est pas sans conséquence pour les emprunteurs concernés lorsqu'ils rencontrent des difficultés<sup>110</sup>. Enfin, l'interdiction faite aux fonds d'investissement de réaliser des opérations de crédit secondaires nuit considérablement à la liquidité du marché secondaire de la dette bancaire et, en particulier, à la réalisation d'opérations de « *loan to own* », utiles au retournement des sociétés en difficulté.

120. Il faut dès lors s'interroger sur l'existence de raisons d'ordre microéconomique ou macroéconomique pouvant justifier le maintien de cette réglementation (au besoin aménagée) et mettre en balance l'avantage qu'elle procure et son coût pour les sociétés dans un contexte de rationnement de crédit. Cette réflexion devrait conduire le législateur à déterminer s'il est possible ou non de maintenir, par exemple un niveau de sécurité identique sur les marchés financiers (si telle devait être la nouvelle raison justifiant l'existence d'un monopole bancaire<sup>111</sup>), en ouvrant l'accès du marché du crédit primaire et/ou secondaire à d'autres acteurs que les établisse-

ments de crédit aux conditions fixées par le droit communautaire, comme dans les autres pays voisins.

121. A cet égard, il semblerait qu'une voie médiane soit envisageable. Le législateur français doit pouvoir tirer les enseignements qui s'imposent, c'est-à-dire trouver la réponse adéquate sur le plan de la réglementation, en comparant les avantages et les inconvénients du système américain qui autorise les *hedge funds* à réaliser des opérations de crédit, en dehors de toute réglementation spécifique<sup>112</sup>.

### III. Règle de Droit et développement du marché du *venture capital*

122. Une Règle de Droit inefficace a une influence sur les investissements en fonds propres et pas seulement sous forme de dette. L'analyse de la gouvernance d'une société financée par un fonds de *venture capital* permet de mettre en évidence les conséquences négatives liées à la rigidité excessive du droit français des sociétés et en particulier à son mauvais positionnement dans le domaine des entreprises en difficulté.

123. Le *venture capital* est le financement d'une société à fort potentiel de croissance à différentes étapes de son cycle de développement :

- la phase de préparation et de lancement qui correspond au travail préparatoire (souvent un important effort de recherche et de prototypage) avant le début d'activités commerciales significatives (« capital amorçage » ou « *seed and start-up stages* »), puis
- la phase de début de croissance qui correspond aux premières années d'activités commerciales, souvent à une échelle limitée mais destinée à confirmer la pertinence du projet (« capital création » ou « *early growth stage* »), l'expression « capital risque » faisant référence à la fois à la phase de capital amorçage et à la phase de capital création, puis enfin,
- la phase de croissance rapide qui correspond au déploiement de l'entreprise à grande échelle (lancement d'une nouvelle gamme de produits, renouvellement de l'appareil de production...) (« capital développement » ou « *fast growth stage* »).

124. Les développements suivants portent essentiellement sur la phase de capital création. Le secteur du *venture capital* est structurellement influencé par les évolutions de la régulation prudentielle des établissements bancaires et des compagnies d'assurance, ces deux types d'acteurs (en particulier les compagnies d'assurance) détenant traditionnellement une position majeure dans la population des apporteurs de capitaux dans les fonds dédiés en France<sup>113</sup>.

125. Les sociétés financées par des fonds de *venture capital* se caractérisent par un potentiel de croissance important en cas

109 En effet, d'une part, les investisseurs institutionnels ne poursuivent pas les mêmes objectifs que le public qui vient déposer son épargne dans un compte à vue auprès d'un établissement de crédit. D'autre part, l'activité des *hedge funds* ne contribue pas à l'augmentation de la masse monétaire (contrairement à un établissement de crédit qui reçoit les dépôts à vue), les fonds ne pouvant prêter sans disposer de l'argent indispensable à ce crédit. De surcroît, dans la zone euro, seul le système européen des banques centrales a compétence pour influencer la création monétaire en contrôlant la liquidité bancaire, c'est-à-dire les conditions dans lesquelles les banques peuvent faire appel à la monnaie de la Banque centrale européenne. Sont utilisées principalement à cette fin l'intervention sur le marché monétaire (taux d'intérêt, liste de créances que la Banque centrale européenne accepte de refinancer) et les réserves obligatoires. *A contrario*, cette politique ne relève plus de l'action nationale.

110 Dans le contexte actuel conduisant les banques à déconsolider leurs bilans, on observe une multiplication d'une nouvelle génération d'opérations de titrisation. A titre d'exemple, le gestionnaire d'actifs Axa Investment Managers a annoncé récemment se préparer à lever un fonds de titrisation de plusieurs milliards d'euros destinés au rachat de créances d'établissements bancaires sur des ETI. Ce type d'opération peut faciliter en amont l'accès des sociétés de taille relative au marché primaire du crédit, ce qui dans le contexte présent est particulièrement bienvenu. Cependant, les opérations de titrisation ne sont pas exemptes d'inconvénients pour l'emprunteur, dont la probabilité de défaut est élevée. Elles réduisent sa capacité à pouvoir renégocier, le cas échéant, les termes de son emprunt avec ses créanciers.

111 A titre d'exemple, aux États-Unis, se pose la question du risque que représentent les *hedge funds* ayant accès au marché primaire de la dette, et notamment au marché du *DIP loan* (cf. § 108). Ceux-ci sont capables d'exercer un contrôle disproportionné sur l'emprunteur, en avançant une stratégie avant tout de court terme. V. H. Miller « *Chapter 11 in Transition—From Boom to Bust and Into the Future* » *ibid* p. 393 et s. A l'inverse, selon l'auteur, le développement des dérivés semblerait de nature à éloigner le risque systémique lié à la faillite de *hedge funds* de taille significative. Ce n'était pas le cas quand en 1998, on assista à la

quasi-faillite de Long-Term Capital Management qui aurait pu causer une grave crise de liquidité sur les marchés financiers.

112 Cf. § 159 et s.

113 Dans son rapport « Risques et tendances » (2011), l'AMF a indiqué que la part des investisseurs institutionnels (banques et assurances) n'a représenté que 23,2% des levées de fonds, contre 34 % et 47,8% respectivement en 2009 et 2008. Corrélativement, les fonds levés auprès du secteur public et des particuliers ont pris une part importante, la collecte auprès des particuliers ayant été favorisée par une fiscalité attractive.

de réussite technique et commerciale des innovations développées. Les chances de succès sont cependant réduites. Les fonds arbitrent leurs risques en misant sur la surperformance d'un nombre réduit de leurs participations, étant donné le taux élevé d'échec. Les relations entre les investisseurs et les fondateurs au sein de la société – sa gouvernance – s'organisent dans cet esprit.

126. Il est tenu compte, par ailleurs, d'un risque d'aléa moral significatif :

- les investisseurs financent un projet d'une variabilité potentielle des flux futurs de trésorerie disponibles significative :
- le dirigeant de la société a en proportion peu investi dans la société par rapport aux fonds, et
- les pourvoyeurs de capitaux externes sont dans une situation d'asymétrie d'information qui leur est défavorable : la personne à l'origine de l'idée autour de laquelle s'est formé un projet d'investissement est souvent également le dirigeant-fondateur de la société cible au départ.

## 1. Analyse comparée de la pratique du *venture capital* en France et aux États-Unis

127. Une analyse comparée permet de mettre en évidence les effets induits d'une Règle de Droit inefficace.

### La pratique aux États-Unis

128. La souscription par les fonds de *venture capital* d'actions de préférence ainsi que la conclusion d'accords contractuels (un pacte d'associés par exemple) permet de mettre en place une structure organisationnelle jugée optimale par les parties, dans la mesure où :

- elle donne aux investisseurs le droit de percevoir les premiers avant les autres associés (le management) les fruits du succès de l'entreprise (l'action de préférence comportant une clause de liquidation préférentielle),
- elle permet en même temps d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des investisseurs, les dirigeants étant incités financièrement à prendre suffisamment de risques, afin que la société puisse connaître une croissance importante au cours des premières années<sup>114</sup> ;
- elle limite le risque de comportements opportunistes des dirigeants, puisque les investisseurs sont en mesure d'imposer un calendrier de levées de fonds à échéances régulières et rapprochées, en fonction des différents livrables « *milestones* » que doit atteindre la société : réalisation d'un prototype, validation du produit par les clients, etc.<sup>115</sup> Spécialisés par industrie (pour réduire les effets d'asymétrie d'information), les investisseurs collaborent dès lors de manière très étroite sur les aspects stratégiques, commer-

ciaux et marketing (et pas seulement sur les aspects financiers) de la société ;

- elle permet aux investisseurs de récupérer tout ou partie de leur investissement lorsque la société ne remplit pas les objectifs fixés initialement (les fonds de *venture capital* abandonnent en moyenne deux projets sur trois dans les trois ans), soit directement auprès de la société (l'action de préférence comportant une faculté de rachat), soit suite à la liquidation volontaire de la société après cessation de son activité. Dans le second cas, les fonds tirent profit de leur droit de priorité par rapport aux associés ordinaires sur le boni de liquidation éventuel (par exemple le produit de la vente des brevets non exploités). Au besoin, les fonds de *venture capital* inciteront financièrement les dirigeants à maximiser la valeur des actifs cédés de la société dissoute.

129. Par ailleurs, étant spécialisés par phase de cycle de développement, les investisseurs n'hésitent pas à sortir du capital de la société au moment venu. Ils tirent ainsi profit d'un marché liquide, leur permettant de trouver facilement un repreneur si la société remplit les objectifs qui lui ont été assignés<sup>116</sup>.

### La pratique en France

130. Les investisseurs souscrivent des actions de préférence aux caractéristiques différentes. Ils doivent en effet se soumettre aux contraintes de la Règle de Droit qui n'ont pas d'équivalent aux États-Unis. La structure organisationnelle n'est ainsi pas la même dans la mesure où les investisseurs :

- semblent avoir plus de difficultés à contrôler les comportements opportunistes des dirigeants, puisque le calendrier de levée de fonds est souvent établi en fonction des besoins en trésorerie de la société et non en fonction de *milestones* ;
- mettent rarement fin à un projet en amont d'une date proche de la cessation des paiements, en procédant à une dissolution volontaire. Les investisseurs sont en conséquence moins à même de récupérer au moins une partie de leur investissement lorsque la société ne réalise pas les objectifs initialement fixés. Ils ne le peuvent, ni directement auprès de la société (en l'absence de faculté de rachat des actions de préférence), ni au travers de la cession des actifs suite à une liquidation amiable. La liquidation de la société résulte en effet le plus souvent d'une procédure de liquidation judiciaire à la main d'un organe de la procédure – le liquidateur judiciaire – qui est peu incité à maximiser la valeur des actifs dans de brefs délais ;
- n'étant pas en mesure d'arrêter suffisamment tôt les projets, les fonds de *venture capital* ne parviennent pas à se concentrer sur les projets susceptibles de créer beaucoup de valeur (et donc de donner lieu à un niveau de rendement suffisant compte tenu du niveau de risque encouru). Ils sont par ailleurs davantage focalisés sur les aspects financiers du projet et sont moins spécialisés par industrie<sup>117</sup>.

114 U. Hegey, F. Palomino, A. Schwienbacher « *Venture Capital Performance : The Disparity Between Europe and the United States* » Université catholique de Louvain et University of Amsterdam Business School Feb. 2009, disponible sur [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). (L'auteur de ces lignes est néanmoins en désaccord sur les conclusions. L'impact du droit sur la relation fondateur-fonds ayant été écarté par les auteurs.)

115 V. A. Landier et D. Thesmar 2004. « *Financial contracting with optimistic entrepreneurs : theory and evidence* ». Mimeo, New York University et HEC Paris.

116 Un marché liquide permet par ailleurs aux fonds américains (à l'inverse des fonds européens) d'utiliser l'argent levé lors de la formation du fonds plus d'une fois au cours d'un même cycle d'investissement. C'est un avantage indéniable, puisqu'il améliore le retour sur investissement du fonds de *venture capital*.

117 V. Rapport du Conseil d'Analyse Économique « *Private Equity et capitalisme français* » par J. Glachant, J.-H. Lorenzi et Ph. Trainar (2008) dispo-

131. Il s'agit d'une présentation schématique de la pratique du *venture capital*. Bien entendu, il existe des disparités en fonction des projets d'entreprise. Idéalement, il conviendrait aussi de distinguer les fonds de *venture capital* qui n'investissent qu'en France, et les autres et de tenir compte du secteur d'activité et de l'expérience des gestionnaires du fonds. Il est néanmoins possible de dégager une tendance générale à travers l'étude de la pratique des fonds français qui se détache du modèle américain.

132. Enfin, les différents fonds de *venture capital* intervenant sur des cycles différents arrivent à succéder beaucoup moins facilement au capital des sociétés cibles en France qu'aux États-Unis, étant donné notamment le faible nombre d'opportunités durant la phase de capital-développement censée s'ouvrir après la phase de capital création<sup>118</sup>. Les fonds sont dès lors moins incités, par exemple, à racheter les participations des *business angels*<sup>119</sup>, s'ils anticipent qu'ils auront des difficultés à céder leurs propres participations. Cette situation est source de conflits d'intérêts entre les différents investisseurs, entrés à des moments différents dans la société. Cette situation affecte encore davantage la gouvernance des sociétés. Le fait que les fonds soient entrés au capital de la société sur la base d'une valorisation différente (*pre money*) pose en effet des difficultés, notamment, au moment de la mise en œuvre des clauses de liquidation préférentielle lors de la cession de la société (qui en dépit de son nom, s'applique également en cas de cession et pas seulement de liquidation).

133. Afin d'éviter à l'avenir les difficultés résultant de l'entrée au capital de fonds de taille significative, des fonds initialement dédiés au capital amorçage peuvent décider de réinvestir dans les sociétés figurant dans leur portefeuille, tout au long de leur cycle de développement et ce, même s'ils auraient préféré investir dans d'autres projets. Le modèle économique des fonds d'amorçage français est alors complètement modifié : il est alors primordial pour les sociétés de gestion de lever des sommes dans des proportions suffisantes au moment de la formation du fonds d'amorçage, pour leur permettre de pouvoir réinvestir tout au long du cycle de développement des sociétés qu'elles jugeront suffisamment performantes.

## 2. Impact de la Règle de Droit sur la relation fondateurs/investisseurs dans les sociétés financées par l'industrie du *venture capital*

134. Une culture des affaires différente, une appétence au risque plus marquée et un marché unique de taille significative constituent autant de facteurs permettant d'expliquer pourquoi le marché américain semble constituer un processus

nible à la Documentation Française et sur le site du Conseil d'Analyse Economique : [www.cae.gouv.fr](http://www.cae.gouv.fr).

118 La difficulté de faire coter les actions des sociétés *high tech* sur les marchés financiers n'est pas propre à la France. Étant donné l'existence de problèmes d'asymétrie d'information importants dans ce type d'activité, l'admission à la cote des titres de la société n'est pas toujours la modalité de sortie la plus opportune pour les fonds de *venture capital*. Il faut dès lors compter sur un marché des fusions et des acquisitions ou du capital transmission suffisamment important pour prendre le relais.

119 Un *business angel* est une personne physique qui investit une part de son patrimoine dans une entreprise innovante à potentiel et qui, en plus de son appui financier, met gratuitement à disposition de l'entrepreneur, ses compétences, son expérience, ses réseaux relationnels et une partie de son temps.

d'allocation du capital plus efficace et transparent qu'au sein de l'Europe<sup>120</sup>.

135. Il est également possible d'établir une relation entre la Règle de Droit et les différences de pratique en France et aux États-Unis durant la phase de capital création. D'une part, la Règle de Droit empêche que la gouvernance jugée optimale par les investisseurs aux États-Unis puisse se mettre en place en France à travers une structure organisationnelle identique. D'autre part, elle a une influence sur l'accès des sociétés à d'autres marchés du financement, ce qui peut également impacter indirectement la gouvernance de la société durant la phase de capital création.

### Influence de la Règle de Droit sur la structure organisationnelle de la société en phase de capital création

136. Malgré les réformes du droit des sociétés ayant conduit en 2004<sup>121</sup> et en 2008<sup>122</sup> à une libéralisation du droit des sociétés, certaines rigidités du droit de la protection des apporteurs de capitaux externes de toute nature (actions, obligations, valeurs mobilières composées) mais aussi celles des créanciers à travers les règles du capital social fixe, posent des difficultés : on citera « pêle-mêle » les règles de masse des porteurs de valeurs mobilières composées, le droit préférentiel de souscription des actionnaires, inconditionnel en cas d'augmentation de capital, les conditions restrictives au rachat d'actions par une société non cotée, le risque d'expropriation des actionnaires de préférence en cas de réduction du capital à zéro<sup>123</sup> (certaines rigidités ayant été répliquées au niveau européen à travers plusieurs directives).

137. A titre d'illustration, les dispositions impératives de la loi en matière de protection des droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital ne facilitent pas la tenue des levées de fonds successives. Chaque nouvelle émission de valeurs mobilières (BSA, obligations, BSPCE...) doit donner lieu à la constitution d'une masse, laquelle tient ses propres assemblées et dispose de droits de veto spécifiques légaux (en cas, par exemple, de modification de la répartition des bénéfices et donc en cas d'émission de nouvelles actions de préférence)<sup>124</sup>. Cependant, les acteurs de l'industrie du *venture capital* étant des personnes averties, ils devraient être libres de pouvoir s'accorder sur des mécanismes de protection de nature contractuelle comme il leur convient<sup>125</sup>.

120 Selon le rapport du Conseil d'Analyse Economique « *Private equity et capitalisme français* » *ibid*, l'investissement en capital-risque, rapporté au PIB, est trois fois plus élevé aux États-Unis qu'en Europe ou en France. Mais ce décalage est encore aggravé si on prend en compte la part des secteurs de la haute technologie dans les investissements en capital-risque : 75 % pour les États-Unis, mais seulement 35 % pour l'Europe et 37 % pour la France.

121 Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004.

122 Ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008.

123 A ces interrogations, s'ajoute la question de la validité de la clause de liquidation préférentielle au regard du droit civil (interdiction des clauses léonines). V. Avis et recommandations du Comité juridique de l'AFIC n° 2, décembre 2005

124 On rappellera par ailleurs que les règles relatives au fonctionnement des masses sont strictement encadrées par la loi. Cf. § 71.

125 Cette liberté devrait néanmoins s'accompagner d'un renforcement des obligations pensant sur le dirigeant d'entreprise, sur le modèle des *fiduciary duties* du dirigeant en droit américain. V. par ex. S. Bainbridge « *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm : A Reply to Professor Green* » 50 *Washington and Lee Law Review* 1423 (1993).

138. Parallèlement, la crainte d'une action en responsabilité pour insuffisance d'actif est, au même titre que pour les fonds de retournement, de nature à inciter les sociétés de *venture capital* à moins s'immiscer dans la gestion au quotidien de leurs participations. Ils ont ainsi une attitude plus « *hands off* » que les fonds américains, même si le succès du projet repose en principe sur une étroite collaboration entre le fonds et le dirigeant (incomparablement plus étroite que dans une société cotée). Les fonds sont obligés de recourir à des stratégies d'évitement afin que les tribunaux ne considèrent pas qu'ils ont, en qualité de dirigeant de fait de la société, commis une faute de gestion à l'origine de l'aggravation du passif social apparu au moment de la liquidation judiciaire de la société. Ils siègent généralement au sein d'organes de surveillance plutôt que de direction et évitent de laisser des traces écrites (dans les procès verbaux, courriels) quant à l'orientation qu'ils souhaitent donner à la direction de la société, etc.

139. Pourtant, au cas présent, faire courir aux agents économique, le risque d'une action en responsabilité des fonds de *venture capital* n'a pas d'intérêt du point de vue de l'intérêt général. Si les résultats opérationnels de leurs sociétés détenues en portefeuille sont insuffisants, les fonds de *venture capital* souhaiteront de toute façon interrompre rapidement leurs activités afin de pouvoir se concentrer sur les sociétés à forte croissance. Les créanciers des sociétés concernées n'ont ainsi pas besoin d'être protégés par la loi contre le risque de comportements opportunistes des dirigeants.

### Influence de la Règle de Droit sur l'accès des sociétés détenues en portefeuille à d'autres marchés du financement

140. La Règle de Droit peut réduire l'accès de la société à d'autres marchés de financement durant les phases en aval du cycle de développement : à titre d'exemple, le marché de *venture loans*<sup>126</sup> (en raison notamment de la règle conférant aux banques un monopole sur les opérations de crédit<sup>127</sup>) et le marché *high yield*, pour les raisons évoquées précédemment<sup>128</sup>. La Règle de Droit peut ainsi indirectement réduire le rendement de l'investissement des fonds de *venture capital*. Elle peut en conséquence nuire au bon renouvellement des investisseurs entre les différentes phases du cycle de développement et donc à la gouvernance de la société durant les phases amont.

141. En conclusion de cette partie, il semblerait que les imperfections de la Règle de Droit empêchent l'établissement d'une structure organisationnelle optimale et affectent la liquidité des participations détenues par les fonds de *venture capital*. Ce phénomène s'observe à tous les stades du cycle de développement des sociétés concernées. En termes de conséquences, les hypothèses suivantes peuvent être formulées :

126 On observe, en effet, qu'aux États-Unis les fonds de *venture capital* peuvent faire souscrire à la société cible des prêts payables à terme, et ce, afin d'augmenter le rendement de leur investissement. Les pourvoyeurs de *venture loans* s'appuient avant tout sur la réputation du fonds de *venture capital* lorsqu'ils prennent leur décision d'investissement. Au moment de souscrire le prêt, la société n'a pas d'actifs tangibles, ne réalise pas de résultat opérationnel, ni ne bénéficie de garanties personnelles de la part de ses dirigeants. V. D. Ibrahim « *Debt as Venture Capital* » Legal Studies Research Paper Series, Paper No. 108, disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). En France, le marché de *venture loan* est très peu développé.

127 Cf. § 114 et s.

128 Cf. § 27 et s.

– *Ex ante* : une diminution de l'offre de financement, puisque l'incapacité des parties à mettre en place la structure organisationnelle optimale nécessaire pour limiter les comportements opportunistes des dirigeants a mécaniquement pour effet d'augmenter le risque d'investissement supporté par les pourvoyeurs de capitaux externes. L'appétence au risque des sociétés de gestion des fonds de *venture capital* est par ailleurs fortement influencée par l'origine des fonds dont ils sont gestionnaires. A cet égard, aux États-Unis, les fonds de *venture capital* sont davantage financés par des particuliers avertis qui ont eux-mêmes fait fortune comme dirigeants de sociétés financées par l'industrie du *venture capital*. En France, les pouvoirs publics investissent dans un grand nombre de fonds d'amorçage, tout comme, depuis récemment, des particuliers aisés, attirés par les récentes incitations fiscales (en voie de disparition, du moins, semble-t-il) ;

– *Ex post* : une plus faible rentabilité de l'investissement des fonds de *venture capital*, les parties ayant davantage de difficultés à collaborer en symbiose, entraînant au final une augmentation du coût moyen pondéré du capital pour la société en quête de financement.

142. Comme précédemment évoqué, d'autres raisons peuvent être avancées pour expliquer les différences de pratique entre la France et les États-Unis :

– il ne faut ainsi pas minimiser les facteurs culturels (plus grande difficulté à admettre l'échec, moindre culture entrepreneuriale),

– il est également très important de tenir compte des conséquences d'une liquidation de la société cible pour le dirigeant personne physique (le risque d'interdiction de pouvoir exercer une activité commerciale, les conséquences d'une inscription au fichier de la Banque de France, etc.)<sup>129</sup> et enfin,

– il faut tenir compte de la difficulté pour les parties à mettre en place les outils de partage de la valeur adéquats (options de souscription d'actions, actions gratuites, etc.), en raison d'une politique fiscale contraignante et pas forcément très appropriée pour les *start up* ; la structure organisationnelle optimale repose en effet sur l'idée que les dirigeants doivent être fortement incités financièrement à créer de la valeur.

143. Enfin, l'instabilité juridique dans certains domaines réglementés, comme celui de l'énergie renouvelable, est également source de grandes difficultés pour les investisseurs, peu incités en conséquence à investir dans des proportions suffisantes, de peur de voir remises en cause les perspectives initiales sur la base desquelles ils s'étaient engagés financièrement initialement.

129 Cf. également § 174 et s.

## IV. Perspectives : vers une Règle de Droit efficiente en France et en Europe ?

### 1. Effets induits d'une Règle de Droit inefficace, efficacité limitée des mesures de remèdes et approche économique du droit

#### Effets diffus – Impact méconnu de la Règle de Droit

144. La présentation de différents modes de financement désintermédiés montre l'impact d'un mauvais positionnement de la Règle de Droit et, à certains égards, du manque de prévisibilité des décisions de justice dans l'interprétation de la norme. Sensibiliser les pouvoirs publics et les acteurs économiques à l'importance d'un droit adapté à l'évolution conjointe de l'économie et de la finance est un exercice difficile. Les effets d'une Règle de Droit inefficace<sup>130</sup> sont plus diffus que ceux d'une nouvelle mesure fiscale.

145. La plupart des acteurs économiques ne connaissent pas d'autre cadre juridique que le leur. Faute d'avoir un référentiel, qu'il soit meilleur ou non, il est plus difficile de réaliser l'importance d'une Règle de Droit efficace. Ceci, d'autant plus que la minorité des acteurs économiques qui sont régulièrement confrontés à d'autres systèmes juridiques étrangers – les groupes multinationaux – sont, en raison de leur taille significative, moins susceptibles d'être affectés par l'inefficacité de la Règle de Droit. Ceux-ci ont en effet facilement accès aux marchés financiers internationaux. Ils sont donc moins concernés par ces problématiques, sauf le jour où ils se trouveront éventuellement en grandes difficultés financières... Ce qui, à l'échelle d'un pays à la superficie modeste comme la France, reste relativement rare<sup>131</sup>.

146. Le nombre de sociétés de taille significative susceptibles d'être placées en procédure collective en France est d'autant plus réduit que les grands groupes au bilan complexe peuvent avoir intérêt à éviter le plus possible le recours à la procédure de sauvegarde. En raison de l'inefficacité de la Règle de Droit, en particulier de son incapacité à respecter les droits des différentes classes de créanciers et d'actionnaires, le coût<sup>132</sup> de la procédure collective française est en effet particulièrement élevé pour les entreprises de taille importante. La durée et le degré de complexité de la restructuration

d'Eurotunnel en est une illustration (et ce, malgré le recours à la toute nouvelle procédure de sauvegarde à l'époque). Pour ces sociétés de taille importante, au bilan complexe, la procédure collective française peut légitimement provoquer un effet repoussoir vis-à-vis de ses « clients » potentiels. Toutes n'ont pas forcément la chance comme Eurotunnel de bénéficier (jusqu'à présent) d'un monopole sur le transport ferroviaire sous la Manche. Cette situation a facilité le redressement de la société, en dépit des longues années passées à restructurer sa dette.

147. De plus, en raison de la faveur accordée par la Règle de Droit aux actionnaires dispersés sur les marchés financiers, le risque est important pour les sociétés qui émergent d'une procédure de sauvegarde de conserver une structure de bilan encore inadaptée, au regard de leurs perspectives de flux futurs de trésorerie disponible. En droit de s'opposer à toute augmentation de capital par conversion de la dette, leurs actionnaires sont en effet en mesure de pouvoir conserver des droits au capital, et donc de limiter le montant de la dette qui devrait en principe être convertie en actions, compte tenu de la situation financière de leur société. A titre d'exemple, Technicolor a émergé de la procédure de sauvegarde avec une dette payable aux deux tiers à terme en 2017, à un taux d'intérêt égal très élevé compte tenu de la notation CCC du groupe, inférieure au seuil *investment grade*<sup>133</sup>. Bien qu'elles soient dans des secteurs très concurrentiels et/ou dans des domaines nécessitant des investissements significatifs, les sociétés émergeant d'une procédure de sauvegarde comme Technicolor, courent dans ces conditions le risque de perdre progressivement en compétitivité, faute de pouvoir utiliser la procédure collective à bon escient. La mise en redressement judiciaire au 1<sup>er</sup> juin 2012 d'une des sociétés du groupe Technicolor atteste des difficultés persistantes du groupe, deux ans après avoir émergé de la procédure de sauvegarde<sup>134</sup>. Le groupe cherche par ailleurs à faire entrer au capital un nouvel investisseur afin de pouvoir accélérer son désendettement<sup>135</sup>.

148. De meilleurs référentiels permettraient de sensibiliser un plus grand nombre d'acteurs économiques sur l'import-

130 Une règle de droit est considérée comme efficiente à partir du moment où, notamment, elle s'assure que le contrôle de l'entreprise appartient à celui dont les intérêts sont le plus alignés avec elle, celui qui est donc susceptible de valoriser le plus le droit d'exercer un contrôle sur elle. V. à cet égard « *The economic structure of corporate law* » de F. Easterbrook and D. Fischel. Cambridge, Mass. : Harvard University Press, 1996.

131 Ces cinq dernières années, les cas les plus emblématiques ont été la restructuration d'Alstom, d'Eurotunnel et de Technicolor.

132 Le terme « coût » comprend, au cas présent, l'ensemble des coûts directs et indirects pour la société résultant de l'application du droit des entreprises en difficulté, il ne s'agit donc pas seulement du coût lié aux honoraires d'avocats et aux frais de justice. Certes, la procédure de *Chapter 11* est souvent décriée pour son caractère très onéreux pour le débiteur, compte tenu du montant des honoraires de conseils. Cependant, dans l'appréciation du coût d'un système juridique, il est important de tenir compte de l'ensemble des coûts, visibles, comme cachés, ces derniers étant, par nature, très difficiles à calculer. Or, sur ce dernier point, le système français est semble-t-il très coûteux pour l'économie dans la mesure où il empêche les sociétés d'avoir accès à certains marchés du financement.

133 Au cours de la restructuration de Technicolor, les créanciers *senior* ont dû accepter, au mépris du respect de l'ordre de priorité des paiements, une conversion de 45 % du montant total de la dette *senior* en actions, alors même que les actionnaires et les porteurs de titres super subordonnés (des créanciers plus *junior*) conservaient des droits dans la société. Or, si les actionnaires et les créanciers *junior* de Technicolor avaient été exclus de la société, comme ils auraient dû l'être, à partir du moment où les créanciers *senior* devaient renoncer au paiement d'une partie de leurs créances, Technicolor aurait émergé de la procédure avec un tout autre bilan. Dans ce scénario, ses créanciers *senior*, se retrouvant seuls propriétaires de la société, auraient cherché en effet à maximiser leur investissement en adaptant mieux la structure du bilan aux perspectives de trésorerie futures du groupe. Autrement dit, le groupe aurait pu bénéficier de nouvelles lignes de financement à des taux d'intérêt plus bas, sans clause de « cash sweep » ayant pour effet de détourner au profit des créanciers, tout résultat encaissé par la société au dessus d'un certain montant. Malheureusement, la loi ne permit pas à Technicolor d'évincer ses actionnaires existant et ses créanciers les plus *junior*. La nouvelle ligne de financement négociée avec ses créanciers *senior* se compose d'une tranche amortissable payable en 2016 au taux EURIBOR/LIBOR plus une marge de 500 point de base et d'une tranche non amortissable payable en 2017 au taux EURIBOR/LIBOR plus une marge de 600 point de base. Des obligations ont par ailleurs été également émises, payable à l'échéance pour partie en 2016 et l'autre partie en 2017 au taux d'environ 9 %. Le poids de la dette de Technicolor empêche le groupe de réaliser certains de ses investissements pourtant jugés nécessaires.

134 V. [http://www.lemonde.fr/societe/article/2012/06/01/l-usine-technicolor-d-angers-placee-en-redressement-judiciaire\\_1711061\\_3224.html](http://www.lemonde.fr/societe/article/2012/06/01/l-usine-technicolor-d-angers-placee-en-redressement-judiciaire_1711061_3224.html).

135 V. <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20120530.REU7404/cor-technicolor-recommande-aux-actionnaires-l-offre-de-jpmorgan.html>.

tance de l'efficacité de la Règle de Droit. On peut constater qu'en France, tout comme en Italie par exemple, une relation positive peut être établie entre les déficiences de la Règle de Droit et la part de l'économie financée au moyen du crédit inter-entreprise<sup>136</sup>. Autrement dit, les entreprises en France s'appuient davantage sur le crédit à court terme, alors même qu'il est avéré que le financement à long terme, sous forme de capitaux propres, ou de dette à long terme, est davantage susceptible de financer la croissance et réduit le coût du capital des entreprises<sup>137</sup>.

### Un changement de méthode nécessaire : une approche transversale éco-droit en collaboration avec la recherche universitaire

149. La stratégie des pouvoirs publics ne peut se limiter à dessiner une politique fiscale attractive, d'autant que l'octroi de subventions catégorielles est susceptible d'engendrer des effets induits non maîtrisés, comme le Conseil d'Analyse Économique l'a indiqué dans ses précédents rapports<sup>138</sup>. Malgré tout l'intérêt pour le financement de l'économie française des efforts déployés par Oséo, la Caisse des Dépôts et ses filiales<sup>139</sup> ou encore le Fonds Stratégique d'Investissement, ces entités étant dépositaires de l'argent du contribuable et en situation d'asymétrie d'information importante (faute d'être spécialisées par industrie), elles ne peuvent pas se substituer à l'investisseur privé dans des projets particulièrement risqués. A tout le moins, l'investissement public au travers de fonds d'investissement privés dans ces domaines doit être privilégié.

150. Le législateur doit, par ailleurs, se garder de recourir à des stratégies visant à remédier à la marge aux défauts majeurs de la Règle de Droit, au risque de créer un droit confus et inefficace, source d'effets induits non maîtrisés (comme l'illustre le sort des porteurs de dette mezzanine) et générateurs de coûts de transaction élevés (notamment des frais de conseils), par l'effet des mécanismes de protection mis en place par la pratique.

151. Le législateur devrait en particulier prendre davantage garde aux effets induits des lois dites « de circonstance » visant à sanctionner des comportements répréhensibles des acteurs économiques, pourtant statistiquement marginaux. Certes, idéalement, il faudrait toujours pouvoir sanctionner ces situations considérées comme « abusives » (à condition qu'elles le soient vraiment). Cependant, il est fort à craindre

que le coût pour l'économie d'une mesure législative prise dans la précipitation soit plus important que l'avantage que cette mesure procure. Dans l'affaire Petroplus, le législateur français a, sous la pression médiatique et dans un contexte électoral délicat, adopté une nouvelle loi en moins de trois semaines<sup>140</sup>...

152. L'élaboration de la Règle de Droit optimale passe par une meilleure compréhension de l'impact des lois sur l'accès aux capitaux externes au service du financement de l'économie et une approche davantage transversale des différentes problématiques : d'une part, entre les deux grandes familles, le droit et l'économie et, d'autre part, au sein même des différentes branches à la fois du droit et de l'économie.

153. La première préconisation du rapport Warsmann<sup>141</sup> sur la qualité et la simplification du droit, fut d'inviter l'administration française à réaliser davantage d'études d'impact, afin d'améliorer la phase de préparation à l'élaboration des lois. Or réaliser des études d'impact équivalait à effectuer des travaux en économie du droit. S'il est important que l'administration soit davantage soucieuse de l'impact des lois dont elle participe à l'élaboration, il est encore plus essentiel que des personnes indépendantes du pouvoir exécutif – les chercheurs universitaires – puissent en France réaliser des études prospectives sur des sujets importants pour la société. Or, sur les 397 pages du rapport, le mot « université » ne figure que trois fois... Aucun universitaire n'a par ailleurs été auditionné parmi les soixante-deux personnes sollicitées. La recherche universitaire en sciences sociales doit poursuivre sa mutation, afin d'être davantage force de proposition dans l'élaboration de nouvelles lois.

136 V. P. Santella « *The Legal Cost of Trade Credit* ». European Securities and Markets Authority, disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). V. également A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic « *Firms as financial intermediaries, evidence from trade credit data* », Policy Research Paper 2696, disponible sur le site de la Banque Mondiale : [www-wds.worldbank.org](http://www-wds.worldbank.org). Les économistes de la Banque Mondiale sont également parvenus à la conclusion que l'importance du crédit inter-entreprises dans le financement de l'économie peut être liée à l'incapacité de l'environnement juridique à protéger suffisamment les droits des établissements bancaires. A cet égard, la loi « Lagarde » du 4 août 2008, plafonnant les délais de paiements à 60 jours, afin de réduire le montant du crédit inter-entreprises en France est une simple mesure de remède à la marge aux effets limités, compte tenu de l'inefficacité de la Règle de Droit. Cette nouvelle loi montre toutefois l'attachement louable des pouvoirs publics à réduire la proportion du crédit inter-entreprise dans le financement de l'économie.

137 V. A. Demirgüç-Kunt & V. Maksimovic « *Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity* », 54 J. Fin. Eco. 295, 321 (1999).

138 Rapport du Conseil d'Analyse Economique « *Private Equity et capitalisme français* » *ibid.*

139 A cet égard, on soulignera les efforts de CDC Entreprise qui investit dans les sociétés de taille moyenne sous la forme d'obligations convertibles, assorties d'un bon de souscription d'actions (opération « OC+ »).

140 V. par ex. F. Pérochon « *Editorial – De la mesure dite conservatoire à l'exécution sommaire anticipée...* ». Bull. Joly Entreprises en Difficulté, 1<sup>er</sup> mars 2012, n° 2, p. 73. Ph. Roussel-Galle « *La loi du 12 mars 2012 : halte au pillage des entreprises en difficulté !* » JCP E - N° 12 - 22 mars 2012. La recherche en économie du droit peut être un rempart à la tentation du législateur de réagir dans l'émotion. A titre d'exemple, dans les années 80, le lobby américain du crédit à la consommation tenta de faire modifier la loi permettant aux personnes physiques d'être déchargées, dans certaines conditions, du paiement de l'ensemble de leurs dettes, notamment au titre de crédits à la consommation, au motif que le système encourageait la fraude. Plusieurs chercheurs américains et leurs équipes démontrèrent, statistiques à l'appui, que le niveau de fraude s'élevait à 2 % seulement en réalité. Il fut jugé à l'époque que ce taux ne justifiait pas un changement de la loi. T. Sullivan, J. Westbrook, E. Warren « *As We Forgive Our Debtors : Bankruptcy and Consumer Credit in America* ». New York : Oxford University Press, 1989 (hard), 1991 (paper), xii + 357 pp. Reprint edition, Washington, D.C.: Beard Books, 1999.s.

141 Le rapport est disponible sur le portail du gouvernement français à l'adresse suivante : [www.gouvernement.fr](http://www.gouvernement.fr). Dans la lettre de mission adressée en 2008 au député Warsmann, en sa qualité de Président de la Commission des lois, le Premier Ministre français partait du constat que : « *notre pays souffre d'une inflation normative dénoncée unanimement par les responsables politiques, les praticiens, les juridictions et les acteurs économiques. Cette production normative mal maîtrisée porte préjudice à la qualité de la règle de droit, affecte le crédit de l'action publique, génère des coûts pour la collectivité et constitue un facteur d'insécurité juridique.* »

## 2. Évolution nécessaire en particulier du droit français des entreprises en difficulté, du droit français des sociétés et du droit français des sûretés conjointement à l'évolution de l'économie et de la finance

### Une révision nécessaire des objectifs de la loi en matière de traitement des entreprises en difficulté en tenant compte de l'évolution de la finance

154. Dans leurs relations avec le dirigeant et les autres associés (qu'ils soient minoritaires ou majoritaires), il est légitime que des pourvoyeurs de capitaux avertis puissent souhaiter ne pas être soumis aux préceptes rigides de la Règle de Droit en matière de protection des investisseurs. Les personnes averties peuvent en effet lui préférer des mécanismes de protection de nature contractuelle. Cependant, la défaillance de la société dans laquelle ils ont investi conduit à les confronter à d'autres parties, détenteurs de créances sur la même société de nature toute autre (parce que ces parties sont des créanciers fournisseurs ou des créanciers financiers ou non titulaires de sûretés, d'un rang *senior* ou *junior*) qu'eux. Dans ce scénario, les parties, qu'elles soient averties ou non, ne devraient pas pouvoir s'entendre par avance sur les règles applicables.

155. Une loi d'application obligatoire doit en la matière, prévaloir sur la volonté des parties pour plusieurs raisons :

- il existe des créanciers involontaires à la procédure collective qui ne peuvent, par définition, opter par anticipation pour des mécanismes de protection de nature contractuelle ; le cas classique étant le créancier titulaire d'une créance résultant d'une action en responsabilité délictuelle contre la société ;
- les créanciers, même volontaires, ne peuvent pas anticiper toutes les difficultés auxquelles pourrait devoir faire face l'emprunteur ; ils ne peuvent prévoir par avance le règlement de tout l'éventail des litiges envisageables (l'exemple le plus marquant étant l'affaire Cœur Défense, le bris de *covenant* figurant dans la documentation de crédit étant lié à la faillite de Lehman Brothers, contrepartie au contrat de dérivé signé par l'emprunteur) ; et
- dans l'intérêt de certaines catégories particulières (par exemple les salariés), il est nécessaire que le droit des entreprises en difficulté ait une logique redistributive à la marge, c'est-à-dire que le droit ne respecte pas complètement l'ordre des priorités fixé en fonction des accords conventionnels de départ. La liberté contractuelle n'est ainsi pas un principe absolu<sup>142</sup>.

142 Toutefois, comme évoqué précédemment, quand une *start up* financée par des fonds de *venture capital* doit mettre fin à son activité, une loi n'est pas forcément nécessaire pour apurer son passif. La société financée par des fonds de *venture capital* a peu de créanciers. Parfois mêmes les fonds de *venture capital* sont (en leur qualité d'actionnaire de préférence) ses seuls créanciers puisqu'ils prennent garde à mettre fin à l'activité de la société « proprement », c'est-à-dire, en s'acquittant de toutes ses dettes vis-à-vis de ses autres créanciers non financiers. De plus, toutes les parties, y compris les dirigeants de la société, sont des personnes averties pour lesquelles il n'existe pas, comme pour les salariés « classiques », un état de fragilité justifiant un traitement favorable particulier. Il n'y a ainsi pas d'intérêt à instaurer une logique redistributive dans le cadre de la cession

156. Le droit américain des entreprises en difficulté semble procéder de choix équilibrés, déterminés sur la base de quatre grands objectifs parfois contradictoires :

- le nécessaire respect des accords contractuels initiaux afin de favoriser *ex ante* le financement de l'économie,
- la nécessité de réhabiliter seulement les entreprises jugées viables (et non forcément leur enveloppe juridique), justifiant l'exclusion des associés/créanciers en dépit parfois de la poursuite de l'existence de la société,
- la maximisation de la valeur des actifs au bénéfice des *stakeholders* de l'emprunteur ; cet objectif peut justifier une violation à la marge de l'ordre de priorité établi entre les différentes parties si, au final, elles reçoivent davantage que si les accords initiaux avaient été strictement respectés en cas de liquidation de la société. L'aboutissement plus rapide d'un accord permet d'économiser des coûts inutiles pour l'entreprise défaillante, et
- le besoin de donner une finalité redistributive au droit des entreprises en difficulté<sup>143</sup> ; la question de la finalité redistributive du droit a donné lieu à des échanges parfois virulents dans les années quatre-vingts, entre les partisans de l'approche redistributive et ceux de la théorie *contractarian* (laquelle repose sur le respect absolu des accords contractuels initiaux)<sup>144</sup>.

157. Aucun droit n'est bien entendu parfait, le droit américain des entreprises en difficulté ne fait pas exception. Des améliorations sont toujours à attendre, au gré des évolutions de la finance ; elles nécessitent une adaptation constante de la pratique. La procédure du *Chapter 11*, telle qu'elle a été présentée en première partie de cette étude<sup>145</sup>, a évolué en ce qui concerne le traitement des difficultés des entreprises de taille très significative. Au lieu de conduire à la réhabilitation de l'emprunteur, au moyen d'une conversion de la dette en actions, l'ouverture d'une procédure de *Chapter 11* conduit de plus en plus souvent à une cession des actifs de la société en difficulté au profit des créanciers les mieux placés dans l'ordre de priorité, conformément à la Section 363 de l'*U.S. Bankruptcy Code*<sup>146</sup>. Aucun plan de restructuration n'est

sur le marché des actifs de la société défaillante. Les fonds de *venture capital* essayeront de toute façon de maximiser la valeur des actifs de la société dissoute en collaboration avec ses dirigeants, au besoin en contrepartie de compensations financières. V. à ce sujet, David C. Smith and P. Strömberg « *Maximizing the value of distressed assets : Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms* » [www.sifr.org/PDFs/smithstromberg\(wb2005\).pdf](http://www.sifr.org/PDFs/smithstromberg(wb2005).pdf) p. 43. V. également D. Baird et R. Rasmussen, 2001 « *Control rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations* » 87 *Virginia Law review* 921 ainsi que D. Baird et R. Rasmussen, 2002 « *The end of bankruptcy* », 55 *Stanford Law Review* 751.

143 Cette redistribution est en faveur du Trésor américain pour certaines créances seulement et des salariés, mais dans des proportions limitées, puisque le plafond est égal à \$11,725 par personne, des mécanismes de garantie existants en ce qui concerne les créances au titre des plans de retraite.

144 V. Pour du côté des partisans de l'approche redistributive, E. Warren « *Bankruptcy Policy* » 54 *University Chicago Law Review* 775-814 (1987). En réponse au professeur Warren, on notera D. Baird « *Loss distribution, forum shopping, and bankruptcy : a reply to Warren* » 75 *University of Chicago Law Review* 81534 (1987).

145 Cf. § 17 et s.

146 C'est en vertu de la Section 363 de l'*U.S. Bankruptcy Code* que le Trésor américain est parvenu à devenir propriétaire des actifs de General Motors quarante jours seulement après l'entrée de la société en *Chapter 11*. Le Trésor américain était devenu le créancier le plus *senior*, après avoir

approuvé puisque la décision d'organiser la cession des actifs appartient au juge, à la condition qu'il soit démontré que l'intérêt de la préservation de la valeur d'entreprise de l'emprunteur justifie que la procédure de *Chapter 11* soit ainsi écourtée<sup>147</sup>. Ce procédé a donné lieu à des contestations.

158. Dans d'autres situations, il a fallu que les avocats des parties innovent, afin d'aboutir plus rapidement à un plan de restructuration moins coûteux pour l'emprunteur. Les innovations proposées par la pratique ont d'ailleurs pu parfois être remises en cause par les tribunaux, au nom du respect – peut être trop rigide en la circonstance – de l'*absolute priority rule* (c'est-à-dire d'un respect strict des accords initiaux)<sup>148</sup>.

159. Ces évolutions témoignent des difficultés – même aux États-Unis – d'adaptation du droit aux évolutions de la finance, et notamment au fait que dans les sociétés de taille significative, il existe un nombre important de classes de créanciers et d'actionnaires. Le poids grandissant des *hedge funds* dans la procédure de *Chapter 11* est par ailleurs devenu si important que certains commentateurs ont exprimé leur inquiétude sur le fait que le *Chapter 11* serait devenu trop « *creditor friendly* »<sup>149</sup>. Certes, l'arrivée des *hedge funds* est vécue comme une bonne chose, dans la mesure où elle permet d'améliorer la liquidité du marché secondaire de la dette obligataire comme bancaire et donc de réduire le coût du capital (à cet égard, les esprits en France doivent encore sur ce point changer). Force est de reconnaître cependant que les *hedge funds* ne sont pas des créanciers comme les autres.

160. Les *hedge funds* n'hésitent pas à exiger le départ des dirigeants, contrairement aux établissements de crédit. Ces derniers ont souvent construit des relations dans la durée avec les dirigeants du débiteur et sont davantage soucieux de leur réputation. Étant exclusivement guidés par l'objectif de maximiser leur retour sur investissement, les *hedge funds* sont plus enclins à imposer à l'emprunteur des mesures douloureuses afin d'assurer son redressement. Les *hedge funds* sont d'autant plus à même de prendre le contrôle des négociations qu'ils sont souvent détenteurs de *second lien loans* dont le

financé les besoins de ces deux sociétés en trésorerie au moyen d'un *DIP loan*. Cf. § 108 et s. V. par ex E. Morrison « *Chrysler, GM and the Future of Chapter 11* », Working Paper n° 365, 30 Dec., 2009, disponible sur [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

147 Après la réalisation de la vente de l'activité, la procédure de *Chapter 11* se poursuit afin d'éteindre le passif de la société désormais amenée à être liquidée et répartir le produit de la vente de l'activité.

148 Il existe ainsi actuellement une controverse aux États-Unis sur la portée de la « *gifting doctrine* ». La question posée aux juges concernait le droit ou non pour les créanciers *senior*, qu'ils soient ou non titulaires de sûretés, de volontairement rétrocéder aux actionnaires une partie des actions qu'ils auraient été en droit de recevoir dans le cadre du plan de restructuration, en dépit du fait que les créanciers intermédiaires n'avaient eux, droit à rien. Malgré l'intérêt de cette innovation de la pratique, cherchant à faciliter l'aboutissement d'un plan de restructuration (et donc à faire l'économie de coûts inutiles) deux différentes Cours de justice importantes aux États-Unis ont invalidé la *gifting doctrine*. V. H. Miller, R. Berkovich « *The Implications of the Third Circuit's Armstrong Decision on Creative Corporate Restructuring: Will Strict Construction of the Absolute Priority Rule Make Chapter 11 Consensus Less Likely?* » *American University Law Review* (2006) p. 1347. V. également un commentaire de l'arrêt *DBSD* R. Berkovich, S. Coelho, D. Kaufman « 2011 : A Reminder to Secured Creditors to Take Nothing for Granted » *LSTA Loan Market Chronicle* 2012.

149 V. H. Miller « *Chapter 11 in Transition—From Boom to Bust and Into the Future* » *ibid* p. 384. V. également : D. Baird « *The End of Bankruptcy* », 55 *STAN. L. REV.* 751, 753 (2002) et A. Wood. « *The Decline of Unsecured Creditor and Shareholder Recoveries in Large Public Company Bankruptcies* », *American Bankruptcy Journal* Vol. 85 (2001) p. 431.

nombre a explosé récemment aux États-Unis<sup>150</sup>. Leur statut de créanciers privilégiés leur permet de pouvoir plus facilement se faire attribuer les actifs de l'emprunteur en échange de l'abandon de leurs créances (*credit bid*), dans le cadre d'une cession de l'entreprise, conformément à la Section 363 de l'*U.S. Bankruptcy Code*. Cette procédure correspond à la réalisation par les créanciers d'un pacte commissaire en droit français quand il est prévu dans la documentation. Cependant contrairement à certaines situations qui ont pu se développer en Europe, les créanciers privilégiés aux États-Unis ne peuvent se voir attribuer les actifs gagés qu'à la condition que soit organisé préalablement un processus d'enchères publiques encadré sous le contrôle du juge.

161. Par ailleurs, l'utilisation massive des *credit default swaps* (CDS) est susceptible de poser de véritables difficultés. Une restructuration de la dette de l'emprunteur, que ce soit en amont ou durant une procédure collective, repose sur le postulat que lorsque la société est insolvable, l'intérêt des créanciers est aligné sur celui de l'entreprise. Ce postulat est remis en cause à partir du moment où certains créanciers, détenteurs de CDS, peuvent avoir intérêt à ce que l'emprunteur connaisse un événement de crédit, une restructuration ou une défaillance selon les termes du contrat.

162. Certes, le droit américain doit sans doute envisager de nouvelles réformes pour s'adapter notamment au poids de plus en plus important des *hedge funds*, en améliorant la transparence des marchés<sup>151</sup>. Il n'empêche que le modèle proposé semble, à ce jour, celui le plus à même de favoriser le financement des entreprises et des projets risqués. L'intérêt du *Chapter 11* ne se traduit d'ailleurs pas qu'au travers des statistiques établies à partir de données obtenues auprès des tribunaux ou en libre accès lorsque la dette est cotée. L'existence même du *Chapter 11* produit des effets *ex ante* sur la structuration du financement de l'économie américaine dont les bénéfices sont très difficilement mesurables. Le *Chapter 11* favorise la multiplication des produits financiers intermédiaires entre la dette *senior* et les actionnaires ordinaires, ce qui contribue à réduire le coût du crédit<sup>152</sup>. À l'inverse, l'inefficacité de la Règle de Droit rend dangereuse l'accumulation de tranches différentes de crédit, en témoigne la restructura-

150 Aux États-Unis, les emprunteurs ont de plus en plus recours à des *second lien loans*. En Europe, une telle pratique a pu émerger au plus haut du dernier cycle haussier (2007). Cependant, le recours à des *second lien loans* en l'Europe ne pourra jamais être comparable, pour des raisons essentiellement d'ordre juridique. V. C. Wells et N. Devaney « *Is the Future Secure for Second Lien Lenders in Europe?* » *Legal Analysis* : (2007) J.I.B.L.R. p. 443. Le coût des *second lien loans* pour l'emprunteur est pourtant de manière générale moins élevé que le coût de la dette Mezzanine, pendant européen des *second lien loans* dans les opérations de LBO. V. L. Matalon, E. Tutterow, M. Verde, A. Zaydman « *Overview of the U.S. Second-Lien Loan Market* » Fitch rating 6 feb. 2006 disponible sur [http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/us\\_second\\_lien.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/us_second_lien.pdf)

151 Des appels en faveur d'une réglementation des *hedge funds*, pour améliorer principalement la transparence de l'information, ont été lancés. V. H. Miller « *Chapter 11 in Transition—From Boom to Bust and Into the Future* » *ibid* p. 386 et s. ainsi l'auteur indique : « *As U.S. chapter 11 is becoming more creditor-friendly, or shall I dare say beholden to the strong creditor lobby interests, chapter 11 is being seen and will be seen by companies as less of an attractive option* ». V. également, M. Harmer, « *The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing* », 77 *Fordham L. Rev.* Nov. 2008 p. 101. et D. Baird et R. Kasmussen « *Antibankruptcy* », *ibid*.

152 Cette affirmation doit cependant être nuancée, lorsque justement en raison de la complexité de leur bilan, les sociétés de taille significative ne sont plus en mesure de se restructurer facilement. L'évolution de la finance peut conduire aussi à une augmentation du coût du recours à la procédure collective pour l'emprunteur.

tion de Technicolor<sup>153</sup>, empêchant ainsi les sociétés de droit français d'accéder à certains marchés du financement. A cet égard, une littérature abondante met en avant l'importance d'une Règle de Droit efficiente et de marchés financiers au service de la croissance des entreprises<sup>154</sup>. Il existe ainsi sûrement un lien entre les déficiences de la Règle de Droit en France et son faible nombre d'ETI, en comparaison de l'Allemagne, des États-Unis ou du Royaume-Uni. Au final, il est remarquable, qu'aucune des sociétés françaises composant l'indice CAC 40 n'ait moins de vingt ans d'existence<sup>155</sup>.

163. L'idée, selon laquelle, il faudrait en France se garder d'adopter un droit trop favorable aux créanciers, pour ne pas subir comme aux États-Unis, le joug des *hedge funds*, est infondée. Faute de Règle de Droit efficiente, permettant d'allouer les actifs de la société sur la base de la valorisation arrêtée, la France ne peut aujourd'hui tirer profit des bienfaits d'un système financier efficient. Il n'y a pas d'allocation des ressources à ceux qui feront le meilleur usage des actifs de la société en difficulté. De plus, la France subit de toute manière, au même titre que les autres pays développés, les consé-

quences liées aux imperfections des marchés financiers, insuffisamment correctement régulés. A cet égard, il est important de distinguer ce qui peut relever de la régulation (comme l'encadrement des activités des *hedge funds* ou de l'utilisation des CDS), de celui du traitement des difficultés des entreprises.

164. La restructuration de la société Technicolor, la plus significative en France au cours des cinq dernières années (trois milliards d'euros de dette à restructurer) en est une illustration. Le problème lié à la détention par les créanciers de CDS obligant Technicolor à ouvrir une procédure de sauvegarde<sup>156</sup> a sans aucune doute été décuplé en raison du manque de rationalité, d'un point de vue économique du droit français des entreprises en difficulté.

### La question de la finalité redistributive de la loi et en particulier du sort des salariés

165. Le droit français des entreprises en difficulté se distingue des autres droits applicables dans les juridictions à niveau de développement comparable, qu'elles soient de tradition civiliste ou de *Common law*. Le droit français est le seul d'entre tous à faire de la préservation de l'emploi son premier objectif. Ce faisant, il prend une dimension singulièrement – trop – politique. Certains défauts du droit français des entreprises en difficulté, comme l'assimilation du sort de l'entreprise à celui de la société, et donc indirectement à celui des associés, provient du souhait du législateur français en 1985 de protéger les salariés et les emplois, dans un contexte économique difficile. Or, il ne devrait pas être occulté que la préservation de la valeur d'entreprise des sociétés en difficulté, à travers une meilleure prise en charge des coûts de détresse financière, vise par essence à permettre de préserver l'emploi. Lorsque la société est insolvable, le sort des salariés est aligné sur celui de l'entreprise et non sur celui de la société, et des associés.

166. Les intérêts des salariés ne doivent ainsi pas être systématiquement opposés à ceux des créanciers financiers. Les intérêts de ces derniers peuvent aussi être alignés avec ceux de l'entreprise. Ils peuvent toutefois s'opposer entre eux lorsque l'aggravation des difficultés de la société nécessite une restructuration de l'ensemble de la dette de la société (et pas seulement du passif financier), voire à une liquidation immédiate, entraînant la vente séparément de ses actifs sur le marché. Dans cette hypothèse, les salariés ne devraient pas être considérés comme de simples créanciers chirographaires, à hauteur du montant des créances salariales restées impayées, comme le prévoit justement le droit français.

167. Pour cette raison, il est moralement souhaitable de favoriser le créancier salarié au détriment du créancier financier (qui d'ailleurs aura pu se protéger contre le risque de défaillance de l'emprunteur). Par ailleurs, lorsque la société tombe en faillite, les salariés peuvent devoir supporter des coûts supplémentaires, comme par exemple, les frais liés au fait de devoir déménager pour retrouver un emploi. Ces frais ne rentrent pas dans le calcul du montant de leurs créances déclarées à la procédure. Cette situation justifie que le droit des entreprises en difficulté ait, en soit, une finalité redistributive. La difficulté pour le législateur est de déterminer qu'elle

153 Les conditions de la restructuration de Technicolor ont anéanti à l'avenir toute chance pour des groupes de droit français d'avoir recours à l'émission de produits hybrides (en dehors des établissements bancaires). Au cours de la restructuration de Technicolor, les porteurs ont pu obtenir un traitement plus favorable par rapport aux créanciers *senior*. Les créanciers *senior* ont dû accepter, au mépris du respect de l'ordre de priorité des paiements, une conversion de 45 % du montant total de la dette *senior* en actions. Les associés ont pu conserver 15 % du capital (tout en ayant la perspective d'être relués encore davantage à l'avenir grâce à l'utilisation de valeurs mobilières composées). Les droits des porteurs de produits hybrides ont été relativement préservés en raison du risque qu'ils puissent réussir à bloquer l'approbation du plan de sauvegarde par l'assemblée unique des obligataires convoquée pour l'occasion (les obligataires d'un rang *senior* étaient majoritaires au sein de cette assemblée). D'autorité, il a été décidé que les porteurs de produits hybrides recevraient une compensation financière immédiate d'un montant égale à 25 millions à titre de dédommagement (correspondant à la valeur en bourse des titres, cette même valeur tenant compte de la faveur accordée en quelque sorte aux porteurs de produits hybrides en situation de pouvoir bloquer la restructuration). Il fut décidé de supprimer à l'avenir le droit des porteurs de titres hybrides de percevoir des intérêts au titre de leurs créances (la valeur nominale des titres étant égale à 500 millions d'euros) V. A. Pietrancosta, S. Vermeille, *ibid* p. 11 et s. Le plan de sauvegarde a été définitivement validé par la Cour de cassation dans un arrêt du 21 février 2012. V. également sur ce même arrêt, P.-M. Le Corre, « Porteurs de titres super subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités » D. 2010, p. 839. – N. Boga, « Titres super-subordonnés et plan de sauvegarde » Bull. Joly Sociétés 2010, p. 604. – B. Grelon : Rev. sociétés 2010, p. 244, n° 37 s. – J.-J. Fraimout « Contestation de la décision de l'assemblée d'obligataires par les porteurs de titres super subordonnés (TSS) dans l'affaire « Thomson » (« Technicolor ») » Revue des procédures collectives n° 2, Mars 2011, comm. 41.

154 V. par ex. K. Kumar, R. Rajan, L. Zingales « What determines firm size », working paper 7208, National Bureau of Economic Research <http://www.nber.org/papers/w7298>. V. également B. Black « The legal and institutional preconditions for strong securities markets » *ibid* p. 831. Les sociétés peuvent grâce aux marchés financiers, trouver des sources de capitaux externes, et donc croître de manière plus rapide. Ils incitent également les entreprises à se focaliser sur le cœur de leurs activités, et à abandonner le modèle du conglomérat.

155 Cette problématique a été relayée dans de nombreux rapports officiels depuis plusieurs années déjà, V. par ex. C. Picard « Le tissu productif : renouvellement à la base et stabilité au sommet », Économie et Statistique n°371 (2004) : « Parmi les 50 premiers groupes, en termes d'effectifs en France, en 2000, 41 figuraient déjà parmi les 100 premiers en 1985 et huit ont été créés par scission à partir d'autres grands groupes ou par fusion entre groupes de taille moyenne ». V. également G. Chertok, de P.-A. Malleray & P. Pouletty : « Le financement des PME, Conseil d'Analyse Économique », Rapport n°83 et, de manière générale, sur la question des raisons du manque d'ETI en France, v. la thèse de R. Florian « Trajectoires de croissance et stratégies financières des PME en France » Université Paris I. (2012).

156 V. A. Pérès, J. Loget : « Technicolor : Une restructuration riche d'enseignements ». Bull. Joly Sociétés, 1<sup>er</sup> janvier 2011 n° 1, p. 64.

doit être l'intensité de cette finalité redistributive<sup>157</sup>. En tout état de cause, l'intérêt des salariés ne doit pas justifier la poursuite de l'existence d'entreprises non viables comme l'a laissé espérer le législateur en 1985.

168. Si, certes la liberté contractuelle n'est pas un principe absolu, le législateur français doit néanmoins mieux appréhender la réalité des externalités justifiant son action, en droit du travail, mais aussi en droit de l'environnement, comme en matière de protection des investisseurs non avertis. Le législateur doit se doter des moyens nécessaires, afin de mesurer davantage les effets induits *ex ante* et *ex post* de sa politique redistributive. L'avantage conféré à certains intérêts catégoriels (en particulier les salariés des sociétés les plus fragiles en cessation des paiements), peut nuire à l'objectif de réhabilitation de l'entreprise, en témoignent les effets de la jurisprudence « co-emploi » et des décisions rendues en matière de reclassement des salariés sur les fonds d'investissement<sup>158</sup>. Un effort appuyé de la recherche en sciences sociales est attendu en ce sens afin de guider le juge et le législateur.

### Une coordination plus harmonieuse du droit des entreprises en difficulté et du droit des obligations

169. L'adoption en France d'une approche plus économique du droit permettrait de résoudre certaines difficultés qui font actuellement l'objet de débats animés sur la place de Paris. Le droit français des entreprises en difficulté est perçu comme un moyen pour l'emprunteur et ses associés de s'affranchir excessivement de leurs obligations au titre du contrat. Certains auteurs pourraient trouver ce débat quelque peu daté, la loi de 1985 instaurant la procédure de redressement judiciaire ayant donné, en son temps, lieu à des échanges doctrinaux prononcés sur la question<sup>159</sup>. Ce débat a néanmoins ressurgi récemment dans des contentieux immobiliers, la question de la sauvegarde de l'emploi étant en la matière absente.

170. En permettant l'ouverture d'une procédure collective sur une société *holding* ayant pour seul actif, un immeuble, la

157 Par ailleurs, il a été institué en France, l'Association pour la gestion du régime de Garantie des créances des Salariés (AGS). C'est un organisme patronal fondé sur la solidarité interprofessionnelle des employeurs et financé par leurs cotisations. Elle intervient en cas de redressement, de liquidation judiciaire de l'entreprise ou encore, sous certaines conditions, en procédure de sauvegarde. Elle garantit le paiement, dans les meilleurs délais, des sommes dues aux salariés (salaires, préavis, indemnités de rupture...) conformément aux conditions fixées par le code du travail. Elle récupère (ou tente de récupérer) ensuite les sommes versées auprès des organes de la procédure.

158 Cf. § 99.

159 Certains ont vu dans les lois de 1985 une trahison du libéralisme juridique fondé sur la primauté du contrat et donc du respect absolu des droits et du principe d'égalité des créanciers (égalité de traitement justifiée par la référence au seul modèle classique). La nécessité de sauvegarder l'emploi leur paraissait avoir un relent de marxisme et de condamnation du capitalisme économique. Les lois de 1985 ont ainsi été perçues comme des sortes d'instruments révolutionnaires allant à contre-courant d'une évolution vers le libéralisme économique en France. V. pour une description détaillée de cette controverse, la thèse de A. Rizzi « *La protection des créanciers à travers l'évolution des procédures collectives* » L.G.D.J 2007. Le débat doctrinal sur cette question s'est ensuite tu. On a cherché plutôt à trouver un équilibre introuvable entre les intérêts des créanciers et ceux des débiteurs, au lieu de remettre en cause les fondements sur lesquels le droit « moderne » français des entreprises en difficulté s'est construit. Cette situation perdura malgré le fait qu'avec la loi de 2005, le droit « moderne » s'inscrivait de plus en plus en marge de toute considération pour la théorie économique dont un principe essentiel est l'allocation des actifs au plus offrant.

tour Cœur Défense, l'arrêt *Cœur Défense* rendu par la Cour de cassation<sup>160</sup> n'a fait qu'appliquer les textes de loi en l'état, la loi ne distinguant pas entre sociétés *holding* et sociétés opérationnelles. De ce point de vue, la décision de la Cour de cassation nous paraît juridiquement cohérente. Cependant, elle a quasiment anéanti, du point de vue la pratique, l'intérêt des mécanismes de protection de nature contractuelle figurant dans la documentation de crédit, dans le cadre d'opérations de financement structuré. En particulier, cette décision remet en cause l'intérêt des *covenants* censés permettre aux créanciers d'obliger les dirigeants et les associés à régler le plus en amont possible les difficultés financières de l'emprunteur.

171. La décision de la Cour de cassation a permis au cas présent aux associés de la société emprunteuse d'utiliser le droit à leur seul profit, et ce, d'autant plus aisément, au cas présent, que l'ouverture de la procédure collective était sans réelle conséquence négative (si ce n'est un coût pour les associés et dirigeants en termes de réputation). La valeur de la tour Cœur Défense n'a en effet pas été affectée par l'ouverture de la procédure collective. En fin de compte, l'arrêt de la Cour de cassation assure pour un temps la pérennité de la technique de la Double Luxco<sup>161</sup>, à la seule « satisfaction » des conseils juridiques.

### Le renouveau espéré du droit français des sûretés réelles portant sur les actifs essentiels à l'activité de la société

172. Un meilleur positionnement du droit des entreprises en difficulté permettrait à certaines sûretés réelles, en particulier celles portant sur les actifs essentiels à l'activité de la société, de retrouver toute leur efficacité. Ce type de sûretés pourrait être ainsi à nouveau utilisé par la pratique. A titre d'exemple, le nantissement de fonds commerce pourrait retrouver un usage équivalent à celui de la *floating charge* de droit anglais, sous réserve que certaines modifications soient faites à la loi.

173. D'autres bouleversements seraient envisageables liés au changement de positionnement du droit des entreprises en difficulté. On aurait moins besoin de recourir à des mécanismes de subordination structurelle dans les opérations de financement. Les porteurs de titres obligataires *high yield* et de dette *mezzanine* n'auraient plus à exiger l'octroi de sûretés. Le marché des *second lien loans* prendrait probablement définitivement son essor en Europe, au détriment du marché de la dette *Mezzanine*, réduisant le coût du capital des sociétés emprunteuses. On observe en effet que si la dette *second*

160 Cass com., 8 mars 2011 (10-13.988/10-13.989/10-13.990). Pour une présentation de l'arrêt v. B. Chopard, S. Vermeille, S. Portsmouth et L. Gregoire Sainte-Marie, *ibid* p. 15. V. également JCP E 2011. 1215, note A. Couret et B. Dondero ; Ph. Roussel Galle, « *Conditions d'ouverture de la sauvegarde : les textes, rien que les textes* », Dictionnaire permanent difficultés des entreprises n° 324 ; M. Menjuq, « *Affaire Cœur Défense : la Cour de cassation recadre la cour d'appel de Paris sur la notion de difficultés justifiant une sauvegarde* », Rev. proc. coll. 2011, repère 2 ; B. Saintourens, « *Conditions d'ouverture de la sauvegarde : la Cour de cassation fait le maximum* », Lettre d'actualité des Procédures collectives civiles et commerciales n° 7, avr. 2011, repère 106 ; L. Arcelin Lécuyer, « *Procédure de sauvegarde et concurrence : le divorce consommé (à propos de l'affaire « Cœur Défense »)* », D. 2011. 1441 ; Ph. Pétel, « *Sauvegarde, redressement et liquidation judiciaires des entreprises* », JCP G n° 21, 23 mai 2011, 627.B. Grelon « *La loi de sauvegarde prise à la lettre, à propos de l'arrêt Cœur Défense* » Revue Sociétés 2011 p. 404.

161 Cf. § 43 et § 77.

lien avait pu se développer au plus haut du dernier cycle haussier, elle a pratiquement disparu depuis<sup>162</sup>.

### Une coordination plus harmonieuse du droit de la protection des créanciers et du droit de la protection des entrepreneurs

174. L'amélioration du droit français de la protection des pourvoyeurs de capitaux externes ne se réalisera pas nécessairement au détriment des entrepreneurs, au contraire. En la matière, il est impératif que le législateur français révise sa stratégie actuelle, afin de favoriser de manière plus adéquate l'entrepreneuriat. La protection des entrepreneurs ne doit pas s'organiser au moyen de garde-fous imposés aux créanciers, en amont de l'obtention d'un financement. L'échec du statut d'Entrepreneur Individuel à Responsabilité Limitée (EIRL) illustre le fait que le législateur ne peut forcer les créanciers financiers (qui ne peuvent, par l'effet du statut, exercer de droit de gage sur le patrimoine privé de l'entrepreneur<sup>163</sup>) à devenir des agents économiques au comportement irrationnel. Un établissement bancaire n'a pas vocation à prêter de l'argent à quelqu'un qui n'a pas du tout de patrimoine, ne serait-ce que pour contenir un minimum le risque d'aléa moral. Il n'est donc pas surprenant que les objectifs affichés du Gouvernement français, en termes de créations d'EIRL, n'aient pas été remplis<sup>164</sup>.

175. Il serait au contraire plus opportun, sur le modèle du droit américain, d'envisager des mécanismes de protection des personnes physiques, en aval, lorsque le risque de défaillance du dirigeant, personne physique, se réalise. Il conviendrait ainsi d'envisager une procédure collective unique, traitant à la fois le passif professionnel et le passif privé du dirigeant (d'autant plus que l'existence d'un passif privé peut naître de difficultés professionnelles). Dans le cadre d'une telle procédure collective, nécessairement de nature judiciaire (et non administrative), la personne physique pourrait avoir le choix de pouvoir demander l'effacement d'une partie ou de la totalité de ses dettes, sous réserve que les droits des créanciers titulaires de sûretés réelles soient un minimum respectés<sup>165</sup>. Par ailleurs, un certain nombre de sanctions administratives et pénales paraissent inutiles dans la perspective de contenir le risque de comportements opportunistes du dirigeant d'une société en liquidation. Une nécessaire révision de ces mesures doit être engagée.

162 Cf. également § 158.

163 Instaurée en 2010, l'EIRL est un statut juridique à destination des personnes physiques. Il est censé permettre à tout entrepreneur individuel, créateur ou qui exerce déjà une activité commerciale, artisanale, libérale ou agricole, quel que soit son chiffre d'affaires de protéger ses biens personnels des risques liés à son activité professionnelle, notamment en cas de faillite, en affectant à son activité professionnelle un patrimoine (le « patrimoine affecté ») ; les créanciers professionnels de l'entrepreneur individuel ne peuvent poursuivre que le patrimoine affecté tandis que les autres créanciers (par exemple suite à un prêt à la consommation) ne peuvent poursuivre que le patrimoine non affecté. Cette fiction de la loi conduit inévitablement à un rationnement du crédit encore plus prononcé alors que l'accès au crédit est déjà réduit pour les entrepreneurs lorsqu'ils sont cautions sur leurs biens propres du passif d'une société dans l'organisation repose sur le capital humain qu'ils apportent.

164 En six mois d'existence, le statut d'EIRL n'a intéressé que 2000 entrepreneurs (le Gouvernement tablait sur 200.000 EIRL avant fin 2012...).

165 Il appartiendrait au législateur de déterminer le montant en dessous duquel (le minimum nécessaire pour vivre), les créanciers ne pourront plus poursuivre la personne physique, en s'attachant à ne pas favoriser indûment les propriétaires de leur logement, par rapport à ceux qui auront fait le choix d'investir leurs économies dans une entreprise (et donc de rester locataire).

### 3. Révision impérative de la stratégie européenne en matière de protection des droits des investisseurs

#### Une harmonisation nécessaire du droit des entreprises en difficulté à l'échelle européenne

176. Il est impératif que le législateur français réalise que dans un contexte croissant de mondialisation de l'économie, l'adaptation du droit à l'évolution de l'économie et de la finance, à l'intérieur du seul territoire français est insuffisante. La France souffre d'un handicap comme chacun des autres États Membres de l'Union européenne. La taille du marché intérieur français ne favorise pas le développement de marchés financiers répondant aux standards internationaux de liquidité, en témoignent les limites des marchés locaux *high yield*, notamment en Allemagne<sup>166</sup>.

177. Le développement des marchés financiers de taille comparable à ceux des États-Unis est un critère indispensable au maintien de la compétitivité des économies des États Membres à l'avenir. Il faudrait dans ce but qu'une seule loi des entreprises en difficulté s'applique dans toute l'Union Européenne. Le législateur européen devrait ainsi aller plus loin que la seule harmonisation de règles de conflits de lois et de juridictions, comme il est actuellement envisagé. Une consultation a ainsi été lancée récemment par les institutions européennes sur la révision du Règlement communautaire 1346/2000.

178. Ni l'argument tiré de l'existence de différences culturelles entre les États Membres, ni l'argument fondé sur l'opposition entre les systèmes légiférés (de tradition civiliste) et les systèmes spontanés de création des normes juridiques (la *Common law*) ne nous paraissent pertinents. Au XIX<sup>e</sup> siècle, le droit français et le droit anglais des entreprises en difficulté étaient bien plus proches sur le fond qu'ils ne le sont aujourd'hui<sup>167</sup>.

179. Les aspects plus « politiques » du droit des entreprises en difficulté se limitent à la question de l'intensité de la finalité redistributive du droit. Compte tenu des autres objectifs que doit poursuivre idéalement le droit des entreprises en difficulté, ces aspects politiques ne devraient pas, à eux-seuls, faire obstacle aux négociations en vue d'une harmonisation des règles matérielles. Au besoin, il est envisageable de laisser une certaine latitude aux États Membres, sur la question de l'intensité de la finalité redistributive du droit, même si un consensus sur la question semble à portée. En tout état de cause, cette latitude ne serait pas de nature à empêcher la formation de marchés financiers liquides à l'échelle européenne.

180. Une harmonisation n'est envisageable qu'à la condition qu'une réforme des institutions judiciaires soit organisée parallèlement. La mise en place rapide de juridictions spécialisées, destinataires de tous les contentieux de taille significative, permettrait de résoudre de manière importante le délai d'incertitude lié à un changement important de la loi. L'argu-

166 Cf. § 57.

167 V. P. Di Martino et P.-C. Hautcoeur « *Bankruptcy law and practice in historical perspective : a European comparative view (C.1880-1913)* » disponible sur le site de Paris School of Economics : [http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/DiMartino-Hautcoeur\\_feb2011.pdf](http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/DiMartino-Hautcoeur_feb2011.pdf).

ment selon lequel une réforme à court terme n'est pas envisageable, dans la mesure où le droit français des entreprises en difficulté a déjà beaucoup changé, nous paraît difficilement recevable. Le droit des entreprises en difficulté créé un climat d'insécurité important de toute façon. La question de la pertinence d'une énième réforme à un système fiscal, ce dernier serait-il très imparfait, se pose en des termes différents.

181. Il est par ailleurs important de garder à l'esprit qu'une politique d'harmonisation des règles matérielles à petits pas, à travers, par exemple, une révision du Règlement communautaire 1346/2000, peut s'avérer contre productive, car susceptible de générer des effets induits significatifs. A titre d'illustration, en 2005, la procédure de la sauvegarde a été présentée comme « un *Chapter 11* à la française », sous prétexte que les critères d'ouverture des deux procédures étaient similaires et que le dirigeant restait aux commandes de la société. La dynamique de négociations entre les parties induite par l'application, d'une part, du droit français, d'autre part, du droit américain, est pourtant totalement différente.

182. Une harmonisation du droit en la matière permettrait également au législateur européen de mieux maîtriser les effets induits de certaines de ses initiatives, *a priori* louables, comme l'instauration d'un régime spécifique en matière de garanties financières. Ce régime particulier était en principe destiné à réduire le risque systémique que constituent les marchés dérivés<sup>168</sup>. C'est pourtant à l'appui de la directive européenne que le droit luxembourgeois est aujourd'hui devenu un « paradis juridique » pour les prêteurs *senior* français<sup>169</sup>.

183. Une transposition pure et simple du droit américain des entreprises en difficulté n'est évidemment pas la solution susceptible de guérir d'un coup tous les maux du système juridique français ou même ceux des pays voisins. Il faut en principe tenir compte des particularités locales lorsqu'un pays entend reproduire le système juridique d'un autre<sup>170</sup>. Cet état de fait rendra, certes, délicat l'exercice d'harmonisation au niveau européen. Cependant, cet exercice ne sera pas impossible, à condition que les institutions judiciaires soient parallèlement profondément réformées.

### Une nécessaire révision de la stratégie européenne en matière d'harmonisation du droit des sociétés

184. Le droit de chaque État Membre reconnaissant l'existence d'une relation contractuelle implicite entre les associés et la société, le « contrat social », l'harmonisation des droits des entreprises en difficulté des États Membres est une question beaucoup plus importante que celle du droit des sociétés. On remarque en effet que dans tous les États Membres :

– les associés exercent leur contrôle sur l'activité de la société *in bonis*, à travers le dirigeant qu'ils désignent vis-à-vis des tiers, dans la mesure où en étant les propriétaires résiduels, ils tirent profit du gain marginal après paiement de toutes les créances ;

168 Cf. Directive 2002/47/CE du Parlement Européen et du Conseil du 6 juin 2002.

169 Cf. § 77.

170 V. sur la question de la transplantation d'un droit dans une juridiction étrangère : D. Berkowitz, K. Pistor, J.-F. Richard « *Economic Development, Legality, and the Transplant Effect* », Novembre 1999, disponible sur [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

– les associés en contrepartie absorbent les pertes en premier, puisqu'ils n'ont droit qu'au *boni* de liquidation.

185. Dès lors, l'harmonisation du droit des sociétés, c'est-à-dire des règles qui gouvernent les relations entre le dirigeant et les actionnaires, ne devrait pas être un sujet si prioritaire, en témoigne l'échec relatif de la Société Européenne<sup>171</sup>.

186. Il peut certes exister entre les États Membres des divergences sur l'étendue de la protection accordée par la loi aux actionnaires minoritaires, tout comme des différences subsistent en ce qui concerne les règles de fonctionnement des organes des sociétés. Ces différences ne sont cependant pas fondamentales pour les apporteurs de capitaux externes avertis, et donc pour le financement de l'économie. La capacité du juge à faire appliquer par les parties les accords contractuels mis en place par les différentes parties (en ce compris les statuts de la société), paraît plus essentiel du point de vue des investisseurs avertis.

187. Il est ainsi permis de s'interroger sur la pertinence de la stratégie des instances européennes, axée sur l'harmonisation du droit des sociétés. Cette stratégie a conduit, principalement en ce qui concerne la protection des droits des investisseurs<sup>172</sup>, à une rigidité excessive de notre droit en la matière, nuisant au développement par exemple du marché du *venture capital* en Europe. En comparaison, les États-Unis ont laissé la compétition s'organiser dans ce domaine, laquelle a été remportée par l'État du Delaware. Ils ont ainsi pris soin de prévoir une seule et unique loi – fédérale – pour organiser le traitement des entreprises en difficulté.

188. Une inflexion de la politique européenne est déjà en cours. A la politique d'harmonisation forcée, on observe un mouvement général vers la mise en place d'un corpus législatif applicable par défaut<sup>173</sup>. Il conviendrait d'accélérer ce mouvement. Le législateur français devrait autoriser, de concert avec les instances européennes, les parties à écarter le régime légal applicable en matière de protection des porteurs de valeurs mobilières. Le droit des marchés financiers au niveau européen devrait alors pleinement prendre le relais, pour assurer la protection des investisseurs non avertis. Le champ d'application du droit financier ne devrait ainsi plus se limiter qu'aux seuls aspects relatifs à la transparence des marchés financiers. Une réflexion sur la pertinence du maintien d'un capital social fixe pour les sociétés commerciales européennes est également nécessaire. Néanmoins cette réflexion ne peut être approfondie tant que la question de

171 Cf. Règlement (CE) 2157/2001 du Conseil du relatif au statut de la société européenne (SE). La société européenne est très peu utilisée par la pratique, voir à cet égard le rapport « *Reflection Group on the future of EU company law* » (2011) disponible sur le site de l'Union européenne : [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

172 Cf. Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976. V. par ex. J. Armour, « *Share Capital and Creditor Protection : Efficient Rules for a Modern Company Law ?* », 63 *MLR* (2000) p. 355 ; L. Enriques et J. Macey, « *Creditors Versus Capital Formation : The Case against the European Legal Capital Rules* », 86 *Cornell LR* (2001) p. 1165 ; P.O. Mühlbert et M. Birke, « *Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules ?* », 3 *EBOR* (2002) p. 696 ; J. Rickford, ed., « *Reforming Capital : Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance* », 15 *ECLR* (2004) p. 919 ; W. Schön, « *The Future of Legal Capital* », 5 *EBOR* (2004) p. 429 ; E. Ferran, « *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union* », ECGI Law Working Paper No. 51 (2005).

173 V. par ex G. Hertig et J. A. McCahery « *Optional rather than Mandatory EU Company Law : Framework and Specific Proposals* » ECFR 2006, 341-362.

l'harmonisation du droit des entreprises en difficulté ne sera pas parallèlement à l'étude. Ces deux branches du droit doivent également évoluer de manière coordonnée. En définitive, les ambitions affichées par la Commission Européenne visant à faciliter le financement des entreprises de taille réduite ne semblent pas réalisables, faute pour la Commission Européenne d'établir un lien direct entre les difficultés d'accès des entreprises de taille réduite et le mauvais positionnement du droit des sociétés et du droit des entreprises en difficulté au niveau européen<sup>174</sup>.

#### 4. Une nécessaire approche transversale de l'économie (macro et micro) dans l'appréciation de l'impact de l'inefficacité de la Règle de Droit

189. L'inefficacité de la Règle de Droit produit bien entendu des effets sur un plan macro-économique. Des questions transversales, importantes pour le fonctionnement de l'économie et la sécurité de notre système financier, mériteraient à cet égard de faire l'objet d'une réflexion plus approfondie. Notamment la question :

- du maintien (voire de l'aménagement) de certaines lois limitant l'accès des entreprises au crédit, comme la loi instaurant un monopole bancaire sur les opérations de crédit pour les raisons précédemment évoquées<sup>175</sup> ; sans aller jusqu'au mimétisme irréflecté, le fait que la France ait un régime unique en Europe doit davantage interpellier les pouvoirs publics ;
- du traitement de la défaillance des établissements bancaires et des compagnies d'assurances. Le risque d'aléa moral ne se limitant pas aux comportements opportunistes des dirigeants d'établissements bancaires vis-à-vis de l'argent du contribuable, l'intérêt d'une Règle de Droit efficace au service du traitement des difficultés des institutions dont la défaillance présente un risque systémique doit être mieux compris des pouvoirs publics ; de plus, il paraît opportun pour l'efficacité et la prévisibilité de notre système juridique que tout régime *ad hoc* européen de traitement des défaillances bancaires repose sur un socle commun de règles applicables aux défaillances d'entreprises en général ;
- de la possible aggravation des problèmes liés aux cessions importantes d'actifs par les établissements bancaires, en raison de la préférence de la Règle de Droit en faveur des associés. Faute de pouvoir espérer se recapitaliser dans de bonnes conditions, les établissements bancaires français, au même titre que les établissements européens, sont en effet, désireux de céder leurs actifs, afin de respecter les nouvelles règles prudentielles et de s'adapter au nouveau contexte économique actuel. Le Fonds monétaire international soulignait dans son dernier rapport les risques importants pour la stabilité des marchés financiers et le financement de l'économie de la vente simultanée par les établissements européens en masse d'actifs à des prix dépréciés. Les déficiences de la Règles de Droit sont susceptibles d'aggraver ce risque ;

174 Dans sa communication en date du 7.12.2011 « *Action plan to improve access to finance for SMEs* », la Commission européenne envisage un certain nombre de mesures, en droit financier, comme en matière de normes prudentielles, destinées à faciliter le financement des sociétés de taille réduite.

175 Cf. § 117.

- et d'un meilleur alignement de la réglementation prudentielle, non seulement aux risques que représentent certains établissements bancaires et compagnies d'assurance pour la sécurité des marchés financiers, mais aussi et surtout, aux risques de contrepartie réellement supportés par l'ensemble des entités soumises aux règles prudentielles. Envisager une réglementation prudentielle moins coûteuse pour l'économie n'est possible qu'à la condition que les régulateurs et les entités soumises aux normes prudentielles aient une meilleure compréhension de l'étendue de la perte supportée en cas de défaut de l'emprunteur, et donc de l'efficacité et des limites de la Règle de Droit. La multiplication des traitements de faveur particuliers, comme celui dont bénéficient les obligations sécurisées<sup>176</sup>, n'est pas dans l'absolu une solution souhaitable, le régulateur ne pouvant par essence connaître toutes les techniques d'investissement pouvant justifier un traitement prudentiel privilégié. Une Règle de Droit efficace permettrait par ailleurs d'éviter que la réglementation prudentielle procède d'une multiplication de mesures d'ordre casuistique qui complexifient inutilement notre environnement réglementaire.

### V. Institutions judiciaires et enjeu sur le développement des marchés du financement

190. La loi, aussi efficiente soit-elle sur le papier, ne suffit pas à garantir aux acteurs économiques un environnement favorable au développement des marchés financiers et du capital investissement. L'aptitude des institutions judiciaires à faire respecter la loi est absolument cruciale en la matière. L'exemple de la Russie est à cet égard révélateur. Le droit des sociétés russe contient un certain nombre de règles d'ordre procédural susceptibles de réprimer sur le papier les délits les plus complexes, comme les délits d'initié. Les règles du droit des sociétés russe sont pourtant régulièrement ignorées, en raison notamment du haut niveau de corruption des institutions judiciaires russes<sup>177</sup>. Toute proportion gardée, la confiance des investisseurs étrangers dans les tribunaux français est très relative<sup>178</sup>.

#### 1. Indépendance, expertise et efficacité des institutions judiciaires

191. Un système judiciaire adapté est un système dans lequel, les juges (i) sont honnêtes, cela sous-entend qu'ils doivent être rémunérés suffisamment pour rester indépendants, en dehors de toute situation de conflit d'intérêts, (ii) ont l'exper-

176 Cf. § 68.

177 *Ibid.*

178 A titre d'illustration, lors de l'élaboration du plan de sauvegarde des sociétés du groupe Eurotunnel en 2006, les créanciers obligataires d'Eurotunnel ont exigé que les obligations remboursables en actions (ORA) qu'ils devaient recevoir dans le cadre de la restructuration en échange de leurs obligations, soient émises par une société de droit anglais constituée dans ce seul but (Eurotunnel Group UK Plc) et soumise au droit anglais alors que (i) ces ORA étaient remboursables en actions de la nouvelle société française cotée tête du groupe (Groupe Eurotunnel SA) et (ii) les modalités de ces ORA étaient identiques à ce qu'auraient été des ORA de droit français, les dispositions du droit français ayant été contractualisées dans le contrat d'émission (à l'exception des dispositions relatives au droit français des entreprises en difficulté). La principale crainte des créanciers obligataires d'Eurotunnel concernait le juge français et l'incertitude du respect par celui-ci de la documentation contractuelle et du contrat d'émission.

tise suffisante, (iii) sont susceptibles d'intervenir rapidement à titre préventif quand cela est nécessaire et (iv) rendent des décisions sur le fond compréhensibles et dans des délais raisonnables.

192. En France, un appui plus prononcé des pouvoirs publics français en faveur d'une justice ayant les moyens de ses ambitions, serait certainement favorable à une meilleure réception par les juges de ces matières techniques. A cet égard, la Commission Européenne pour l'Efficacité de la Justice (CEPEJ) a dévoilé le 25 octobre 2010 son rapport comparatif sur les systèmes judiciaires européens<sup>179</sup>. La France, déjà classée deux ans auparavant au 35<sup>e</sup> rang des pays du Conseil de l'Europe pour le budget public annuel total alloué au système judiciaire (tribunaux, ministère public et aide juridictionnelle) rapporté au PIB par habitant, a reculé de deux places dans ce rapport. Trente-septième sur quarante-trois pays, elle se situe désormais derrière l'Azerbaïdjan et l'Arménie...

193. Les problématiques, susceptibles d'être soulevées devant les tribunaux, que ce soit en matière civile, commerciale ou encore pénale<sup>180</sup>, exigent de solides connaissances en économie, en particulier en finance. En matière de traitement des entreprises en difficulté, le degré de complexité des affaires concernant les sociétés de taille significative, exige la constitution de juridictions spécialisées sur le modèle de ce qui a été réalisé en matière de droit de la concurrence, et idéalement au niveau européen pour les raisons évoquées précédemment<sup>181</sup>. Aux États-Unis par exemple, en matière de traitement des difficultés d'entreprise, les dossiers sont traités au premier degré par des juridictions spécialisées. Les juridictions du Delaware et du District Sud de New York ont même développé une expertise particulière dans le traitement des difficultés des sociétés de taille très significative. Les juges ont, au demeurant, pratiquement tous exercé en tant qu'avocat, avant d'accéder aux fonctions de magistrat.

194. Les institutions judiciaires doivent, par ailleurs, s'approprier la matière, en collaboration avec le monde professionnel, afin de pouvoir accompagner sa pratique, mais aussi lui faire connaître ses positions dans ses jugements au moyen de raisonnements précis et argumentés. Un nombre non négligeable d'arrêts rendus par la Cour de cassation ne sont, à cet égard, pas suffisamment clairs et argumentés du point de vue de la pratique. La technique de cassation des arrêts paraît inutilement complexe par rapport à l'objectif affiché. Par ailleurs, les juges sont soupçonnés de volontairement rendre des décisions peu claires, et ce, afin de dissimuler leurs hésitations face à une loi, dont le positionnement peut paraître inadapté. Les juges espèrent ainsi éviter à l'avenir de se contredire par la suite de manière trop ostensible.

195. En ce qui concerne le cas particulier des tribunaux de commerce français composés de juges non professionnels, non rémunérés, la polémique perdure. Déjà, en 1998, des parlementaires faisaient valoir que les tribunaux consulaires faisaient preuve aux yeux du justiciable « *de partialité, de lenteur, de déni de justice, ou, plus grave, dans certains cas,*

*d'indélicatesse*<sup>182</sup> ». Saisi dans le cadre de la nouvelle procédure de question prioritaire de constitutionnalité, le Conseil constitutionnel, a dans une décision récente du 4 mai 2012<sup>183</sup>, jugé conforme à la Constitution les règles relatives au mandat des juges dans les tribunaux de commerce et celles qui encadrent les procédures disciplinaires à leur encontre. Lors de l'audience publique, l'avocat des requérants avait pointé en particulier le problème de compétence des juges consulaires à la fonction. La loi n'institue aucune procédure de contrôle ; seul le respect de conditions d'âge et d'ancienneté est nécessaire pour devenir juge consulaire.

196. On peut regretter que le Conseil constitutionnel n'ait pas fait preuve d'un peu plus d'audace, compte tenu des difficultés liées à la composition des juridictions consulaires, en particulier dans le domaine du traitement des entreprises en difficultés au bilan complexe. Ceci étant dit, les reproches adressés aux tribunaux de commerce en la matière, tiennent également au fait qu'une fois la cessation des paiements prononcée, la loi accorde à un juge le pouvoir de décider discrétionnairement du sort des actifs de la société défaillante, en dehors de toute considération pour la valeur de l'entreprise et donc le prix des actifs. L'histoire enseigne pourtant qu'un marché non régulé par les prix (en l'espèce celui des actifs de sociétés en difficulté) est nécessairement peu transparent et donc moins liquide<sup>184</sup>.

## 2. Institutions judiciaires et prévisibilité des décisions de justice

197. La prévisibilité des décisions de justice et le respect du contrat est un élément essentiel au développement des marchés financiers<sup>185</sup>. En la matière, la *Common Law* bénéficie d'un avantage comparatif et réussit, sur la base de raisonnements argumentés, à être davantage prévisible tout en restant flexible face aux évolutions du temps. Les juges de première instance doivent en principe suivre la jurisprudence des cours supérieures, sauf à démontrer une appréciation différente en fonction de faits différents<sup>186</sup>.

182 Propos repris dans le rapport du 3 juillet 1998 rendu par la Commission d'enquête parlementaire présidée par F. Colcombet sur l'activité et le fonctionnement des tribunaux de commerce (rapporteur A. Montebourg). Le rapport d'enquête est disponible sur le site de l'Assemblée Nationale : [www.assemblee-nationale.fr](http://www.assemblee-nationale.fr).

183 Décision n° 2012-241 QPC du 04 mai 2012, disponible sur le site du Conseil constitutionnel : [www.conseil-constitutionnel.fr](http://www.conseil-constitutionnel.fr). En ce qui concerne les principes d'impartialité, d'indépendance des juridictions et de séparation des pouvoirs, les Sages ont estimé que les dispositions du code de commerce sur le mandat des juges consulaires « *instituent les garanties prohibant qu'un juge d'un tribunal de commerce participe à l'examen d'une affaire dans laquelle il a un intérêt, même indirect* ».

184 Si la composition des tribunaux de commerce est effectivement un handicap lorsqu'il convient de traiter les difficultés de sociétés de taille significative, c'est avant tout le manque de confiance du législateur dans le marché qui est principalement à l'origine des reproches adressés aux tribunaux de commerce. Au final, le remède utilisé par le gouvernement, consistant à accroître le rôle des procureurs (magistrats professionnels) dans les procédures collectives est d'un intérêt relatif.

185 En la matière, des chercheurs ont mis en évidence le fait qu'il existe une relation positive entre les mesures prises en faveur de la prévisibilité des décisions de justice et le respect du contrat et le PIB par tête dans un pays donné. A l'inverse, le niveau de corruption est négativement corrélé avec le PIB par tête. V. par ex. D. Kaufman, A. Kraay & P. Zoido-Lobaton, « *Governance Matters* » (Banque Mondiale, Policy Research Working Paper 2196, 1999).

186 Par ailleurs, un certain nombre de travaux mettent en évidence le fait que les juridictions de droit civil sont désavantagées par rapport aux juridic-

179 Disponible sur le site [www.coe.int](http://www.coe.int).

180 Voir à cet égard Th. Marembert « *Transformer la justice pénale* » in « *80 propositions qui ne coûtent pas 80 milliards* » *ibid* p. 41.

181 Cf. § 176.

198. Il serait cependant erroné d'en déduire que les cours dans les juridictions de tradition de *Common Law* rendent des décisions toujours prévisibles. Dans le domaine du traitement des entreprises en difficulté, la pratique aux États-Unis devant faire preuve d'ingéniosité pour tenir compte de l'évolution de la finance, celles-ci se développent nécessairement dans des domaines souvent non encore encadrés par le droit. En la matière, il n'est donc pas rare que les avocats se fassent surprendre<sup>187</sup>. Les juridictions considérées comme importantes semblent arriver à maintenir un niveau élevé de cohérence dans la manière dont elles rendent leur décision.

199. A l'inverse, en France, un manque de cohérence d'ensemble, en particulier des juridictions du premier degré de l'ordre judiciaire est notable. Le souci des juridictions françaises, en particulier du Conseil d'État, de préserver l'impératif de sécurité est pourtant bien réel<sup>188</sup>. Cependant, la Cour de cassation veille au respect de l'article 5 du Code civil prohibant les arrêts de règlement<sup>189</sup> et rend des arrêts parfois peu argumentés.

200. Pas plus que le législateur français ne semble anticiper les effets induits des lois qu'il promulgue, les juges de l'ordre judiciaire français, en particulier ceux des juridictions sociales, ne semblent tenir réellement compte des conséquences induites des décisions qu'ils rendent au plan macro-

.....  
tions de la *common law* en raison, notamment, de l'attachement plus manifeste de leurs travaux pour le respect de règles formelles engendrant des coûts inutiles pour les justiciables. V. à cet égard S. Djankov, O. Hart, C. McLiesh, A. Shleifer « *Debt Enforcement Around the World* » Working Paper 12807. <http://www.nber.org/papers/w12807>. Décembre 2006.

187 V. R. Berkovich, S. Coelhoe et D. Kaufman *ibid.* Ainsi, en 2011 un certain nombre de décisions importantes ont été rendues aux États-Unis, illustrant le fait que les parties ne peuvent pas complètement se référer au précédent censé être appliqué. Si certains contentieux peuvent donner lieu à des changements constants, en matière de défaillance d'entreprises, cela semble être la règle. Quand les juges sont finalement invités à juger de la validité des innovations de la pratique, des cours rendent parfois des décisions audacieuses et imprévisibles. D'autres peuvent préférer rendre des décisions s'inscrivant dans un *continuum*, au risque de laisser un grand nombre de questions en suspens dans l'attente d'un développement ultérieur. L'analyse de la jurisprudence américaine dans ce domaine renforce l'idée que le législateur français doit se limiter à ériger un nombre limité de règles strictes établissant les grands principes. Une grande marge de flexibilité doit être ainsi laissée au juge, ce dernier devant nécessairement davantage se spécialiser.

188 En droit français, la prévisibilité et donc la sécurité juridique est longtemps restée méconnue en tant que principe, alors que le souci de préserver cet impératif est bien réel. V. à cet égard A.-J. Kerhuel et A. Raynaud « *Measuring The Law : Sécurité Juridique As A Watermark* », *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 8, 4, pp. 360-379 (2011). Les auteurs indiquent que des décisions jurisprudentielles récentes ont illustré de manière spectaculaire une évolution vers une véritable reconnaissance de la notion, comme en témoigne la consécration d'un « principe de sécurité juridique » par le Conseil d'État dans l'arrêt KPMG CE, ass., 24 mars 2006, KPMG, n° 288460 rec. p. 154. AJDA 2006, p. 1028, chron. C. Landais et F. Lénic. Ces évolutions vont de pair avec le développement du droit communautaire qui assure à la notion de sécurité juridique une véritable assise juridique. Not. CJCE 6 avril 1962, De Geus en Uitenogerd C/ Bosch (aff. 13/61, rec. p. 89), au même titre que le principe qui lui est corollaire de confiance légitime CJCE 7 juin 2005, VEMW (C-17/03 Rec. PI - 4983) ; rappr. M.-H. Planchon, « *Le principe de la confiance légitime devant la Cour de justice des Communautés* ». *Revue de droit prospectif*, 1994, n° 2. Les considérations tenant à la prévisibilité du droit ne sont pas étrangères des discussions de la doctrine en la matière, v. par ex A. Diesbecq, Ph. Roussel Galle « *La prévision et le droit des entreprises en difficulté* » *Gaz. du Palais*, 30 décembre 2010 n° 364, p. 8.

189 V. Civ. 2<sup>e</sup>, 8 juill. 2004, Bull. civ. II, n° 361 ; RGDA 2004. 933, note Kullmann. On peut regretter le caractère trop général de l'affirmation de la Cour de cassation selon laquelle « *les exigences de sécurité juridique et la protection de la confiance légitime ne sauraient consacrer un droit acquis à une jurisprudence constante, l'évolution de la jurisprudence relevant de l'office du juge dans l'application du droit* ».

économique. L'adoption par l'ordre judiciaire d'une approche davantage économique du droit devrait réduire le nombre de décisions de justice au caractère purement opportuniste. La maîtrise par les juges de concepts économiques, comme celui de l'aléa moral, du comportement opportuniste, d'asymétrie d'information, d'anti-sélection serait de nature à favoriser la prévisibilité des décisions qu'ils rendent et à rassurer les agents économiques quant à l'étendue du risque de mise en jeu de leur responsabilité délictuelle.

201. A titre d'illustration, la mise en jeu de la responsabilité du dirigeant de droit ou de fait en cas d'insuffisance d'actifs ou celle du créancier, pour soutien abusif (en dépit des aménagements pris par ordonnance dernièrement<sup>190</sup>), ne devrait être possible (et encore l'intérêt même d'une telle mesure est discutable) que s'il est préalablement démontré que les personnes concernées ont réellement fait preuve d'un comportement opportuniste, au détriment d'une ou des catégories de créanciers bien identifiée(s). Le risque d'actions judiciaires guidées par la recherche d'une « *deep pocket* », qui sont nuisibles au développement des marchés financiers et au capital investissement, serait ainsi davantage contenu.

202. Un réel effort en particulier des juridictions en matière de droit social est attendu de ce point de vue<sup>191</sup>. La Cour de cassation devrait, par ailleurs, abandonner la distinction qu'elle entend établir dans sa jurisprudence, entre les arrêts publiés au Bulletin, les arrêts dits de « principe », et ceux qui ne sont pas publiés, les arrêts dits de « espèce ». Des arrêts considérés comme d'espèce par la Cour de Cassation ont pu pourtant, porter sur des questions de fond très importantes<sup>192</sup>. Il est illusoire de croire que les praticiens n'y porteront pas attention, sous prétexte que ces arrêts ne sont pas publiés au Bulletin de la Cour de cassation (alors qu'ils sont aisément accessibles sur Internet). Le traitement juridique de l'endettement excessif et celui du financement de l'innovation ne pourront apporter leurs effets bénéfiques sur la croissance,

.....  
190 Ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 art. 129. Lorsqu'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire est ouverte, les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis, sauf les cas de fraude, d'immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou si les garanties prises en contrepartie de ces concours sont disproportionnées à ceux-ci.

191 Dans un article publié à la revue *Droit social* (nov. 2005 p. 951), le président Canivet résumait cette situation en ces termes : « *L'incidence des facteurs économiques sur la jurisprudence sociale est-elle un sujet tabou ? A première vue, il peut surprendre le juriste et davantage celui qui a fait du droit du travail sa spécialité : en tant que discipline juridique autonome et enseignée comme telle, le droit du travail s'est, en effet, construit comme le droit de la protection du travailleur. Le sujet peut tout autant être regardé avec incrédulité par l'économiste : accompagnant une législation spécifique souvent adoptée au terme de conflits collectifs visant à obtenir des progrès sociaux, la jurisprudence a favorisé l'émergence de concepts juridiques à finalité sociale à l'égard desquels la science économique est généralement réservée tant ils sont regardés comme des facteurs perturbateurs du marché du travail.* »

192 Par exemple, dans un arrêt du 25 octobre 2011 non publié au bulletin, la Cour de cassation a confirmé la décision d'une Cour d'appel sanctionnant un dirigeant pour avoir proposé à ses associés une distribution de dividendes ayant contribué à l'insuffisance d'actifs de ladite société. Cass. com., 25 oct. 2011, Sté Sorim, Bull. Joly Soc. 1<sup>er</sup> mars 2012 n° 3, p. 243. Cette décision est très critiquable à bien des égards, tant au regard du droit des sociétés, que du droit des entreprises en difficulté. La mise en jeu de la responsabilité du dirigeant en l'espèce est excessive, ce dernier ayant probablement donné suite à l'instruction du fonds actionnaire. En réalité, on peut regretter que le droit des entreprises en difficulté ne permette pas, contrairement au droit américain, au liquidateur de pouvoir aller récupérer auprès des actionnaires, les sommes versées à un moment donné où la société était déjà insolvable. Cette question fera l'objet plus spécifiquement d'une publication ultérieure.

sans une approche réellement pragmatique de ces questions, et ce, même si cela doit entraîner une réforme de nos institutions judiciaires<sup>193</sup>.

## Conclusion

203. Il est impératif que les pouvoirs publics prennent conscience que les enjeux sous-jacents à la Règle de Droit dépassent la question du traitement des entreprises en difficulté et celle du mur de la dette LBO. La Règle de Droit a un impact en particulier sur le financement des projets risqués et des sociétés fragiles et partant, la compétitivité de notre économie<sup>194</sup>. Une réforme en profondeur des institutions judiciaires est par ailleurs nécessaire.

204. A la pénalité que doivent supporter les PME en raison du mouvement de « *flight to quality* »<sup>195</sup> observé depuis l'éclatement de la crise financière en 2008, s'ajoute une pénalité liée au climat d'insécurité juridique. On tend à l'oublier en France, mais offrir à son créancier une sûreté – efficace – est, d'un point de vue économique, une manière pour les PME de réduire le problème lié à la situation d'asymétrie d'information dans laquelle se trouve leur banquier. Remettre un bien en gage peut éviter au banquier de se lancer dans une étude des perspectives de flux futurs de trésorerie de la société dont il ne peut répercuter le coût sur l'emprunteur en raison d'un risque d'anti-sélection<sup>196</sup>.

205. Frappées durement par la crise économique et financière et tenues de relever le défi de la course mondiale à l'innovation, la France et l'Europe doivent réorganiser rapidement leur système juridique, afin d'améliorer le financement des entreprises et des projets risqués. A défaut, le risque pour l'Europe d'avoir une « Décennie Perdue » n'est pas négligeable, dans le sillage du Japon qui se remet encore difficilement aujourd'hui des conséquences de l'éclatement de la bulle spéculative du début des années quatre-vingt-dix. ■

193 D'autres facteurs d'ordre institutionnel sont également essentiels au développement des marchés financiers. Outre un régulateur efficace, l'existence d'intermédiaires, banques d'affaires, commissaires aux comptes, cabinets d'avocats, suffisamment compétents est essentiel, tout comme la possibilité de pouvoir engager leur responsabilité, en cas de violation des règles. V. B. Black « *The legal and institutional preconditions for strong securities markets* » UCLA Law Review, *ibid* p. 826.

194 On peut espérer à l'avenir que la recherche en France en sciences sociales évolue suffisamment bien pour que les arguments présentés dans cet article soient complétés de statistiques robustes, aujourd'hui malheureusement inexistantes, faute de moyens.

195 La survenance d'une crise financière, comme celle que nous avons connue, se traduit en effet mécaniquement par le versement d'une prime de financement externe. Cette prime résulte de l'accentuation du climat d'incertitude régnant sur les marchés et du renforcement des problèmes d'asymétrie d'information. Les établissements bancaires réduisent alors la part de fonds alloués à des projets incertains, nécessitant une surveillance accrue et préfèrent se réfugier vers des projets sécurisés, pour lesquels le risque d'agence est moindre. Ces projets sécurisés sont principalement des projets émanant des entreprises de taille importante. Ce mouvement de « *flight to quality* » entraîne ainsi une asymétrie d'information dont les effets, provoqués par la crise financière, varient selon la taille des entreprises. V. « *Transmission d'un choc financier à la sphère réelle : le rôle de l'accélérateur financier* » C. Dolignon et F. Roger Working paper Amundi # 4 - Janvier 2010, disponible sur le site [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

196 V. M. Manove, A. Jorge Padilla, M. Pagano, « *Collateral vs. Project Screening : A Model of Lazy Banks* » CSEF Working Paper no 10, disponible sur le site [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).