

Règle de droit et accès des entreprises de taille intermédiaire (ETI) aux marchés obligataires¹

Par Sophie Vermeille

*Chercheur, Laboratoire d'économie du droit,
Université Panthéon-Assas (Paris 2) – PRES Sorbonne Universités*

Directrice de l'Institut Droit & Croissance / Rules for Growth²

1. Introduction

Le contexte actuel se singularise par un niveau d'endettement important des établissements bancaires français et un renforcement des règles prudentielles, afin de limiter les risques de défaillances bancaires. On peut d'ores et déjà augurer des changements profonds et durables dans la manière dont nos entreprises se financeront à l'avenir.

Il est probable que celles-ci devront davantage faire appel aux marchés financiers. Jusque-là, contrairement aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni, les banques ont joué en France, comme en Allemagne, un rôle prédominant dans le financement de notre économie³. Plusieurs facteurs peuvent expliquer de telles différences entre des pays au niveau de développement pourtant semblable. Aux Etats-Unis, comme au Royaume-Uni, le système de retraite par capitalisation a été un facteur important d'accélération du développement des marchés financiers. Mais l'environnement juridique, c'est-à-dire, la loi et les institutions judiciaires, a également joué un rôle primordial sur la liquidité des marchés actions et obligataires, facilitant le développement des marchés financiers dans ces pays.

Le contexte actuel nécessite de s'interroger sur l'adaptation de notre système juridique aux besoins en financement, en particulier, des entreprises de taille intermédiaire (ETI) pas assez nombreuses en France. La France peut-elle rapidement basculer vers un modèle de financement reposant davantage sur les marchés financiers ? Les ETI pourraient ainsi faire appel à des sources de financement alternatives au crédit bancaire, comme les marchés obligataires *high yield* (à haut rendement), c'est à dire le

¹ Cette note complémentaire reprend certains développements d'une publication du même auteur « *Règle de droit et développement des modes de financement alternatifs au crédit bancaire... ou l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance* », RTD f. 2012, n°2, à paraître.

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.

³ On notera toutefois qu'en France, à la différence de l'Allemagne, les sociétés ont beaucoup plus recours au crédit inter-entreprise. Pour financer la trésorerie des entreprises en France, l'utilisation du crédit commercial se révèle largement majoritaire.

marché de la dette à moyen et long terme, dont le remboursement est en principe subordonné au paiement des créances détenues par les établissements bancaires sur l'émetteur. Ce marché qui répond aux besoins d'un large éventail d'entreprises financièrement fragiles, qui ne sont pas notées *investment grade*⁴, peut présenter une solution de financement pour les ETI.

Néanmoins, le basculement de la France vers une économie centrée sur les marchés financiers sera en pratique difficile. Le système juridique français souffre en effet de handicaps importants, susceptibles d'entraver un tel basculement. A titre d'illustration, nous prendrons l'exemple du droit des entreprises en difficulté.

2. Droit des entreprises en difficulté et développement des marchés obligataires *high yield*

Il existe de nombreux facteurs d'ordre juridique et institutionnel, essentiels à la formation des marchés financiers : des règles strictes pour garantir la transparence de l'information, nécessaire au processus de fixation du « juste » prix d'équilibre des titres ; la sanction des délits d'initiés et des manipulations de cours ; un régulateur et un appareil judiciaire efficaces ; des intermédiaires (banques d'affaires, cabinets d'avocat) disposant de l'expertise suffisante etc.

Concernant plus particulièrement le marché obligataire *high yield*, son développement et donc sa liquidité, dépendent, en grande partie, de la capacité des investisseurs à anticiper les conséquences sur le plan juridique d'un défaut de l'émetteur, qui dans le cas d'une ETI, n'est pas un risque hypothétique. Un tel défaut affecte la valeur des titres obligataires détenus par les créanciers, c'est-à-dire le *quantum* des pertes qu'ils subissent. La règle de droit est, à ce titre, un critère important dans la décision d'investissement des prêteurs. Ces derniers tiennent en particulier compte du droit des entreprises en difficulté applicable lorsque l'emprunteur ouvre, par exemple, une procédure de sauvegarde. En cas de difficultés de l'emprunteur, les effets de l'application du droit des entreprises en difficulté sur le sort de l'emprunteur et donc sur la valeur des titres de créance détenus par les porteurs, doivent être prévisibles. A défaut, les investisseurs ne connaissent pas le niveau de risque qu'ils encourent, et ne sont pas en mesure de déterminer le rendement qu'ils sont en droit d'attendre au moment où ils sont en situation de prendre leur décision d'investissement.

Un environnement juridique prévisible est même plus particulièrement déterminant lorsque l'émetteur est une ETI. Contrairement à d'autres émetteurs sur le même segment de marché, comme les « *fallen angels* »⁵, les ETI n'ont pas, par hypothèse, une valeur liquidative importante. Autrement dit, les investisseurs doivent prendre leur décision d'investissement essentiellement sur la base d'une analyse des perspectives de

⁴ 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*.

⁵ Grandes entreprises ayant perdu leur notation *investment grade*.

flux de trésorerie disponibles de l'émetteur dans les prochaines années et moins sur la base d'une analyse de son bilan (et donc de son historique). Dans ce contexte, le caractère imprévisible du droit est particulièrement pénalisant pour les ETI qui cherchent à attirer les investisseurs.

A cet égard, le droit américain présente des caractéristiques plus favorables pour ce type d'investissement que le droit français, car il est très respectueux des droits initiaux des créanciers avant le défaut de l'emprunteur, c'est-à-dire de l'ordre de priorité des paiements établi entre les différents types de créanciers et les actionnaires. Afin de mieux comprendre les principaux défauts du droit français, un parallèle avec le droit américain est nécessaire.

a. Le droit américain

Lorsqu'une société à responsabilité limitée, viable sur le plan opérationnel, est en situation d'insolvabilité⁶, sa gouvernance doit être modifiée afin de préserver l'entreprise du risque d'aléa moral⁷ que les actionnaires peuvent faire peser sur son activité. Plus précisément, en période d'insolvabilité, il existe un certain nombre de décisions, dites opportunistes, qui risquent d'être prises au détriment de la poursuite normale de l'activité et de faire peser sur les seuls créanciers la perte de valeur en résultant. Les plus significatives sont l'incitation pour les actionnaires à envisager un projet plus risqué dans l'espoir d'un retournement, le financement des pertes par souscription de nouveaux emprunts, le transfert d'actifs à prix décoté ou plus simplement le versement d'un dividende.

Pour éviter que la situation d'insolvabilité n'engendre de tels effets, la procédure de *Chapter 11* prévue par le droit américain 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 de la société, autrement dit, le droit américain conduit à une dissociation du sort des actionnaires et du dirigeant d'une part, et de celui de l'entreprise d'autre part.

L'arrêt des poursuites accordé par l'ouverture de la procédure sert essentiellement à recenser les créances et à permettre aux parties de trouver un accord sur une valorisation de la société (et non à attendre que l'activité, le cas échéant, se retourne), en fonction de laquelle les droits des différentes classes de créanciers/actionnaires seront déterminés, conduisant sous le contrôle du juge soit à une cession de l'entreprise (l'outil de production de biens ou de services), soit à une conversion de créances en capital. Sauf à ce que les actionnaires/créanciers les plus *junior* (les plus subordonnés), soient prêts à recapitaliser la société, le souci du redressement de l'entreprise avec un passif adapté à ses perspectives de trésorerie future justifiera souvent l'exclusion des

⁶ Au cas présent, 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 de 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.

⁷ L'« aléa moral » est un terme anglo-saxon désignant un risque lié à un comportement humain, c'est plus précisément la perspective qu'un agent, isolé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement lui-même exposé au risque.

actionnaires/créanciers les plus *junior*.

Le respect de l'ordre d'absorption des pertes, et corrélativement de l'ordre de priorité des paiements entre les différents créanciers (par exemple entre les banques et les détenteurs de titres obligataires *high yield*), et les actionnaires, est un principe fondamental du *Chapter 11*. Il est justifié en raison de l'importance donnée par la loi américaine au respect des accords *ex ante* et au maintien, pour les raisons expliquées ci-dessus, d'une gouvernance de l'entreprise qui reste alignée sur les intérêts des « propriétaires résiduels » (*residual owners*) de l'entreprise, c'est-à-dire, ceux qui perçoivent le profit marginal dégagé par la société après le paiement de toutes les créances.

Le fort développement du marché obligataire *high yield* américain en comparaison du marché français mais aussi du marché européen résulte en partie de ces règles du *Chapter 11*. Les investisseurs sont en mesure de prendre leur décision d'investissement sur la base de leur analyse de la valeur d'entreprise de la société émettrice et donc en fonction de leur appréciation des perspectives de flux de trésorerie disponibles. Ils sont en effet assurés que le défaut de l'émetteur, suivi, le cas échéant de l'ouverture d'une procédure de *Chapter 11*, n'aura en soi pas d'impact sur la valeur résiduelle du titre obligataire qu'ils envisagent d'acquérir. Le *Chapter 11* se limite en effet à figer une valeur d'entreprise pour les besoins du plan de restructuration pouvant conduire à une exclusion des actionnaires et des créanciers les plus *junior*, selon l'ordre initialement convenu.

En résumé, les investisseurs aux Etats-Unis n'encourent qu'un seul risque : celui de se tromper sur la véritable valeur de l'emprunteur. Le *Chapter 11* crée seulement un forum, permettant aux parties sous le contrôle du juge de réallouer les droits sur l'entreprise en fonction de l'ordre des priorités établi entre les différents créanciers/actionnaires, tout en protégeant l'entreprise. Il n'a quasiment pas d'effet redistributif en faveur de certaines catégories de créanciers (les salariés étant une exception).

b. Le droit français

A l'inverse, le droit français des entreprises en difficulté ne respecte pas suffisamment les droits *ex ante* des créanciers dans les sociétés à responsabilité limitée. Plus grave, il ne permet pas d'empêcher les comportements opportunistes avant la date de cessation des paiements de l'emprunteur, alors que de manière générale, la situation d'insolvabilité entraîne des coûts de détresse financière. Le juge n'est, en effet, jamais en situation d'obliger les actionnaires à prendre leurs pertes (et de modifier parallèlement un changement de la gouvernance de la société), et ce nonobstant l'existence de conventions de crédit ayant pour but, en amont de la date de maturité initiale du prêt, de provoquer à la main des créanciers, un changement, si nécessaire, de la structure du bilan et de la gouvernance. Les créanciers doivent en effet en principe reprendre la main en cas de non-respect de covenants financiers, puisqu'ils sont alors en mesure de prononcer l'exigibilité anticipée des dettes⁸.

⁸ 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.

Cette faiblesse du droit des entreprises en difficulté est liée au fait qu'il reste construit sur le modèle classique, des sociétés dans lequel le dirigeant est responsable sur ses biens propres, c'est-à-dire des entreprises dites « entrepreneuriales » dont la valeur repose essentiellement sur la présence du dirigeant propriétaire. Autrement dit, le droit français ne différencie jamais avant la date de cessation des paiements, le sort des actionnaires et du dirigeant, de celui de l'entreprise.

Or, il devrait en aller différemment pour toutes les autres « vraies » sociétés à responsabilité limitée, viables d'un point de vue opérationnel, et dont la valeur d'entreprise est indépendante de la présence aux commandes du dirigeant, ce qui le cas de la très grande majorité des ETI. 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 de la relation contractuelle implicite qui lie les actionnaires à la société (en vertu duquel les actionnaires sont supposés prendre les pertes en premier) et de la documentation de crédit. Autrement dit, le droit des entreprises en difficulté français ne respecte pas l'ordre de priorité initialement convenu, et désavantage à titre d'illustration, les créanciers par rapport aux actionnaires.

Une autre difficulté vient de ce qu'en procédure collective non liquidative, comme par exemple la procédure de sauvegarde, les créanciers sont traités indépendamment de l'ordre de priorité des paiements convenus et donc de la valeur économique de chacune des créances. Ce traitement égalitaire des créanciers, attribue des droits identiques – en particulier le droit de voter le plan de restructuration – à des créances dont les valeurs peuvent être totalement différentes. Ainsi, des créanciers que les porteurs d'obligations *high yield* auraient pu penser moins bien protégés qu'eux, peuvent se retrouver, finalement par l'effet de la loi, mieux traités qu'eux, sans que la sauvegarde de l'entreprise le justifie.

En résumé, en restant focalisé sur la société entrepreneuriale, le législateur français a commis une erreur importante. En ne tenant pas pour fondamentaux les rangs de priorité convenus, le droit français contribue à créer un climat d'insécurité juridique défavorable aux ETI souhaitant faire appel au marché obligataire pour se financer. Au final, à agrégats financiers comparables, les ETI n'ont pas en France, contrairement aux Etats-Unis, accès aux marchés obligataires *high yield*.

Conclusion

Les lenteurs à développer en France un marché obligataire *high yield* au service des ETI illustrent les difficultés de notre pays à adapter son environnement juridique à l'évolution de l'économie et de la finance. L'enseignement et la recherche en « silo » des sciences sociales en France, a sans aucun doute empêché notre droit d'évoluer de manière plus harmonieuse avec l'économie et la finance.

Même en dehors du contexte de crise dans lequel nous nous trouvons, il est important de développer les marchés obligataires au service du financement des ETI. Un meilleur accès aux marchés financiers permettrait à nos entreprises de pouvoir disposer de financements avec une maturité plus longue que celle des prêts bancaires. Dans une économie tournée davantage vers l'innovation, c'est impératif.

L'accès des ETI aux marchés obligataires ne doit pas cependant se faire à n'importe quel prix. 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 risque⁹. Or, un grand nombre des 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.

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.

Les pouvoirs publics doivent ainsi apprécier avec le recul nécessaire l'ensemble des coûts/bénéfices des lois qu'ils peuvent vouloir mettre en place pour accélérer le développement des marchés financiers au service des ETI. Il convient de mettre en balance le bénéfice d'une nouvelle réglementation facilitant ce type d'émission avec le coût éventuel d'une bonne protection de l'épargne publique (coût que représente pour l'entreprise la préparation des documents d'émission à destination du marché, etc). En tout état de cause, la prévisibilité est un élément central dans le développement des marchés financiers.

⁹ V. B. Lukas « *Citi: Retail high yield is too risky* ». International Financial Law Review; Nov 2011, Vol. 30 Issue 10, p 7.