

Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : Comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ?

Sophie Vermeille¹

Adrien Bézert

svermeille@droitetcroissance.fr

abezert@droitetcroissance.fr

Membres de Droit & Croissance/Rules for Growth²

SYNTHÈSE : L'objectif de cet article est de démontrer que :

- ◆ les sûretés sont un atout pour les créanciers qui en bénéficient et présentent un inconvénient, non pas tant pour l'emprunteur mais pour les autres créanciers chirographaires de l'entreprise ;
- ◆ le droit des sûretés ne peut faciliter l'accès au crédit des entreprises, et donc être efficace, qu'à la condition que les droits réels des créanciers titulaires de sûretés survivent à l'ouverture d'une procédure collective sur le débiteur et soient donc opposables aux autres créanciers durant la procédure collective ;
- ◆ le respect des droits réels des créanciers titulaires de sûretés suppose que :
 - les créanciers titulaires de sûretés ne soient pas moins bien traités au cours d'une « procédure de sauvetage » du débiteur (procédure de sauvegarde/procédure de redressement judiciaire) que s'ils avaient été en mesure de réaliser leurs sûretés, ce qui suppose qu'une procédure de sauvetage ne se justifie qu'à partir du moment où elle permet de préserver davantage de valeur que la procédure de liquidation judiciaire provoquant un arrêt de l'activité,
 - les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés vis-à-vis des autres créanciers soient véritablement respectés au cours d'une procédure de sauvetage ; c'est-à-dire que les actionnaires et les créanciers chirographaires

absorbent les pertes de l'entreprise en procédure de sauvetage avant les créanciers titulaires de sûretés, ce qui implique que la créance de ces derniers ne doit pas être affectée par la procédure collective (par exemple, via un rééchelonnement des dettes du débiteur à un taux d'intérêt constant conduisant à une diminution de la valeur économique des créances desdits créanciers parallèlement à une diminution de la valeur des actifs grevés) tant que les actionnaires et les créanciers chirographaires conservent des droits dans la société (sous réserve que la valeur des actifs grevés soit supérieure au montant de la créance des titulaires de sûretés) ;

- ◆ qu'en conséquence :
 - les créanciers titulaires de sûretés ne doivent pas siéger, pour les besoins de l'approbation du plan de continuation de l'entreprise, dans les mêmes comités de créanciers que ceux dont font partie les autres créanciers du débiteur défaillant, ne bénéficiant d'aucune sûreté consentie par leur débiteur,
 - le législateur doit s'assurer que le montant des privilèges légaux et, en particulier, des privilèges et super-privilèges qu'il octroie aux salariés, ne soit pas d'une ampleur telle qu'il vide les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés de leur substance. C'est à ces conditions que la poursuite conjointe de l'efficacité du droit des sûretés et celle de l'efficacité ex ante du droit des procédures collectives est envisageable afin de faciliter l'accès au crédit des entreprises ; et
- ◆ sous réserve que les institutions judiciaires soient suffisamment modernisées, il est tout à fait possible, dans l'intérêt de la collectivité, de concilier la poursuite de l'efficacité ex post de la procédure collective – permettant de préserver l'intégrité du patrimoine du débiteur en empêchant les créanciers titulaires de sûretés de réaliser ces dernières en période d'observation lorsqu'une telle mesure conduirait à des destructions de richesse – et la poursuite de l'efficacité du droit des sûretés.

I. Intérêts et inconvénients présentés par l'octroi de sûretés

1. L'intérêt de l'octroi de sûretés
2. Les inconvénients de l'octroi de sûretés

II. L'efficacité des sûretés conditionnée à leur opposabilité aux autres créanciers

1. La reconnaissance du caractère opposable des droits des créanciers titulaires de sûretés et la création de richesse
2. La remise en cause du caractère opposable des droits des créanciers titulaires de sûretés

III. Concilier le droit des sûretés et le droit des procédures collectives

1. Les finalités du droit des procédures collectives et les moyens permettant d'atteindre ces objectifs
2. La conciliation des finalités du droit des procédures collectives et du droit des sûretés : la nécessité d'institutions judiciaires modernes

1 Les vues exprimées dans cet article n'engagent que leurs auteurs et ne représentent pas nécessairement celles des clients, employeurs ou autres organisations avec lesquels ils peuvent être affiliés par ailleurs. Les auteurs certifient qu'il n'existe aucune relation susceptible d'influencer, d'une manière ou d'une autre, le contenu des vues exprimées ici présent. Remerciements à Laure Burrus, membre de Droit & Croissance pour sa précieuse contribution à la rédaction. Remerciements également à tous ceux qui ont contribué à cet article par leur relecture et leur validation scientifique sur une version antérieure, en particulier : Jean-François Adelle, Jacques Delpla, Virginie Marly et Jean-Luc Vallens.

2 Droit & Croissance (*Rules for Growth*) (www.droitetcroissance.fr) est un institut indépendant et non-partisan ouvert aux juristes et aux économistes, et plus généralement aux acteurs privés, partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. La mission de Droit & Croissance est d'interpeler les acteurs publics et privés et de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'importance de l'analyse économique du droit (*Law & Economics*) comme vecteur d'efficacité économique. Droit & Croissance s'attache à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements interdisciplinaires du droit, de l'économie et de la finance, responsable, selon nous, de l'inadaptation relative du système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance en France. L'indépendance de Droit & Croissance est assurée exclusivement par le soutien de ses membres et de ses bienfaiteurs.

1. Depuis les années 90, de nombreux chercheurs universitaires ont mené des travaux quantitatifs et qualitatifs afin de mieux comprendre les effets de la règle de droit sur le développement des différentes économies et des marchés financiers³. Les organisations internationales ont également réalisé des études, en particulier le département « *Doing Business* » de la Banque mondiale. Année après année, ce dernier pointe dans ses rapports la faiblesse des droits des créanciers dans les pays de tradition civiliste, en particulier ceux « *d'origine française* »⁴. En France, de nombreuses critiques ont, à juste titre, été formulées à l'encontre de la méthodologie employée par les rapports *Doing Business*⁵. La classification des différents droits nationaux selon un index commun à tous les pays est contestable pour un certain nombre de raisons⁶.

2. Ces critiques sur la méthodologie employée ne doivent cependant pas occulter le débat sur le fond : le système juridique français n'est pas jugé attractif par nombre d'organismes privés. À titre d'illustration, la France figure en vingtième position, dans la catégorie B, *ex aequo* avec l'Espagne, la Turquie, le Brésil, le Mexique et le Chili dans le classement Standards & Poor's relatif à la protection des droits des créanciers en cas de défaillance de l'emprunteur⁷ et en vingtième-huitième position, *ex aequo* avec Andorre, la Belgique, l'Italie, Macao, le Luxembourg, le Portugal et l'Espagne selon le classement Fitch⁸. Existe-t-il un complot principalement anglo-saxon contre les intérêts de la France en particulier ou, sans aller chercher si loin, une incompréhension

à l'égard du système juridique français ? Il est souhaitable d'éviter les jugements définitifs en la matière. On remarquera qu'un certain nombre de critiques se font de plus en plus entendre parmi les praticiens de la Place de Paris⁹, comme parmi les universitaires français, en particulier les économistes¹⁰. De manière générale, il est reproché à notre système juridique de ne pas être suffisamment adapté à l'évolution de l'économie et de la finance. Notre droit serait source d'un grand nombre d'incertitudes sur des questions qui sont essentielles aux yeux des acteurs économiques.

3. Comme nous le verrons, le droit des sûretés réelles français, thème principal de notre article¹¹, en est une parfaite illustration. Il est perçu, à quelques exceptions près, comme peu protecteur des droits des créanciers, en comparaison du sort qui est réservé à ces derniers chez nos voisins. La complexité croissante du droit des sûretés le rend, par ailleurs, difficilement compréhensible, même pour les praticiens du droit. La grande réforme de 2006¹² a certes conduit à un remaniement important de la matière : l'abandon du caractère réel du gage permettant la généralisation du gage sans dépossession¹³, l'introduction de l'hypothèque rechargeable (dont la suppression est déjà programmée)¹⁴, la possibilité d'affecter des biens futurs en gage, la fin de la prohibition du pacte comissoire, la possibilité de garantir des créances présentes comme futures... Nombreux sont ceux qui considèrent cependant cette refonte inaboutie, voire par certains aspects, décevante¹⁵. La réforme apparaît, de plus, décousue et fait fi d'un certain

3 V. notamment R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal determinants of external finance*, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, pp. 1131-1150 (1997) ; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Law and finance*, *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, pp. 1113-55 (1998).

4 S. DJANKOV, C. MCLIESH, A. SHLEIFER, *Private Credit in 129 Countries*, 2006, disponible sur le site Internet de la Banque mondiale : <http://francais.doingbusiness.org>. Utilisant un index des droits des créanciers fondé sur quatre aspects du traitement des créanciers titulaires de sûretés, les auteurs du rapport considèrent notamment que les pays de tradition de droit civil français sont moins protecteurs des droits des créanciers que les pays classifiés comme étant de *common law* ou de droit civil germanique.

5 Sur les principales critiques adressées à l'encontre de la méthodologie retenue par les rapports « *Doing Business* », v. not. M. HARAVON, *Le rapport Doing Business de la Banque mondiale : mythes et réalités d'un rapport sans nuance*, JCP éd. E, n° 41, 13 oct. 2005, 1478 ; A. ROCHER, L. HE, *A propos du rapport Doing Business 2012 : comparaison n'est pas raison*, JCP éd. E, n° 17, 26 avr. 2012, 1262.

6 Ce type de classement entre pays établi en fonction d'index communs est sujet à un risque élevé d'erreurs. Les index sont réalisés sur la base de résultats à un questionnaire précis soumis à des praticiens dans chaque juridiction concernée et portant sur des mécanismes de protection juridique que les rédacteurs des questions s'attendent à trouver dans les systèmes juridiques évalués. Porter un jugement sur le niveau de protection des droits des investisseurs nécessite cependant de mesurer les effets induits par les règles de droit issues de plusieurs disciplines juridiques prises dans leur ensemble (droit des sociétés, droit des sûretés, droit des procédures collectives, etc.) ; R. MICHAELS, *Comparative Law by Numbers ? Legal Origins Thesis, Doing Business Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law*, *American Journal of Comparative Law*, vol. 57, n° 4, autumn 2009 ; J. ARMOUR, S. DEAKIN, V. MOLLICA, M. SIEMS, *Law and financial development : What we are learning from time-series evidence*, ECGI - Law Working Paper, n° 148/2010, march 2010.

7 STANDARD & POOR'S, *Update : Jurisdiction-Specific Adjustments To Recovery And Issue Ratings*, Global Credit Portal, june 20, 2008.

8 FitchRatings, *Recovery Ratings and Notching Criteria for Non-Financial Corporate Issuers*, 13 nov. 2012 ; FitchRatings, *Country-Specific Treatment of Recovery Ratings*, 28 june 2013. Il est également à noter que l'agence de notation FitchRatings est une filiale de Fitch Group est détenue par FIMALAC, elle-même détenue à près de 80 % par le groupe français Marc de Lacharrière.

9 Les critiques se font entendre dans de nombreuses branches du droit des affaires. Le droit social est un terreau favorable, en particulier la jurisprudence imprévisible des tribunaux en la matière. Sur ce point v. not., S. BEAL, *L'arrêt Viveo ou la dernière étape d'une trilogie infernale !*, JCP éd. S, n° 7, 14 fév. 2012, 1065 ; J. MARTINEZ, *Première résistance à l'arrêt Viveo : vitesse et précipitation*, *Semaine Sociale Lamy*, 11 juin 2012, n° 1542 ; T. MEILLAT, J. MARTINEZ, C. de TROGOTT, J.-M. THUILLIER, *Repenser l'obligation de reclassement*, Cah. dr. entr., n° 5, sept. 2012, dossier 25. Quant au droit des faillites, comme nous le verrons, il est également critiqué par les praticiens, v. not., A. PERES, Ch. PERCHET, J. LOGET, H. SCHLUMBERGER, *Juridiction française : Quelle réforme du droit des faillites ?*, *Banque & Droit*, n° HS-2013-2, p. 22.

10 V. à cet égard, la note du Conseil d'analyse économique sur l'efficacité du droit des faillites : G. PLANTIN, D. THESMAR, J. TIROLE, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note du CAE n° 7, juin 2013.

11 Tout au long de cet article, sauf spécification contraire, le mot « *sûreté* » sera utilisé exclusivement pour faire référence aux sûretés réelles. Cet article n'abordera qu'à la marge la question des sûretés personnelles. Cette question est particulièrement importante pour les entreprises et mérite à elle seule un article à part.

12 Ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés, JORF n° 71, 24 mars 2006, p. 4475.

13 À noter cependant que c'est le législateur de 2006 qui a entendu distinguer le « *gage* » du « *nantissement* », en donnant à chacun de ces termes des champs d'application différents en fonction d'un critère logique. Le gage est désormais la sûreté assise sur les biens meubles corporels et le nantissement celle assise sur les biens meubles incorporels. Certains auteurs contestent ce choix et auraient préféré la généralisation du terme « *hypothèque* » qui, depuis le départ, ne faisait pas de la dépossession une condition de validité du mécanisme : M. CABRILLAC, C. MOULY, S. CABRILLAC, P. PETEL, *Droit des sûretés*, Litec, 9^e éd., p. 422, n° 573 et 574.

14 Article 19 bis du projet de loi relatif à la consommation, n° 1015, qui envisage la suppression de l'article 2422 du Code civil.

15 D. ROBINE, *Aperçu de la réforme du droit des sûretés par l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006*, *Bull. Joly Soc.*, 1 juill. 2006, n° 7, p. 879, point 34 ; S. PIEDELIEVRE, *Premier aperçu sur la réforme du droit des sûretés par l'ordonnance du 23 mars 2006*, *Defrénois*, 30 mai 2006, n° 10, p. 791, points 2, 22 et 51 ; R. DAMMANN, *La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée*, D. 2006, p. 1298.

nombre de considérations d'ordre économique¹⁶, le législateur de l'époque ayant choisi de dissocier la réforme du droit des sûretés de celle des procédures collectives.

4. La polémique actuelle sur le gage des stocks imposé aux établissements bancaires lui préférant le gage général des biens corporels¹⁷, n'est pas de nature à faire taire les critiques. La réforme aurait dû conduire, non seulement, à l'abandon de la distinction initiale entre le gage civil et le gage commercial sans véritable intérêt¹⁸, mais aussi à la suppression, autant que possible, des gages spéciaux. Dans le souci de simplifier la vie des entreprises, le législateur devrait, en effet, lutter davantage contre la fragmentation de notre droit.

5. En ce qui concerne la fiducie-sûreté, supposée garantir aux créanciers un certain niveau de protection par l'effet du transfert de propriété qu'elle opère sur les actifs du débiteur grevé, pas moins de cinq interventions du législateur ont été nécessaires, en six ans¹⁹, afin d'ériger un régime juridique relativement cohérent. Ne faudrait-il pas voir dans ce relatif échec, le rejet par la pratique d'instruments juridiques difficilement intelligibles et dont l'efficacité est, en réalité, mesurée,

en l'absence de réforme en profondeur du droit des entreprises en difficultés ?

6. Le droit des sûretés est à l'évidence en mal de principes directeurs²⁰. Un des grands spécialistes français du droit des sûretés en a récemment été conduit à écrire : « *Morale de ce raccourci de l'histoire très contemporaine du droit des sûretés : il faut se garder de tout dogmatisme et avoir une démarche pragmatique dans l'analyse des sûretés. Le droit des sûretés est une école d'humilité. Le droit est certes une science mais les principes qu'il consacre sont de plus en plus éphémères. Ce qui est vrai aujourd'hui ne le sera plus demain* »²¹.

7. Nombreux sont ceux qui considèrent que le droit des procédures collectives est à l'origine de cette perte de repères du droit des sûretés. Plusieurs auteurs considèrent que la loi du 25 janvier 1985²² a définitivement scellé le sort des créanciers titulaires de sûretés en les soumettant à la règle de l'arrêt des poursuites individuelles, postérieurement à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire (puis désormais également d'une procédure de sauvegarde)²³. À suivre ces auteurs, le remède permettant de pallier la relative inefficacité des sûretés réelles serait de ne pas soumettre les actifs qu'elles grèvent à la procédure collective.

8. Il ne semble cependant pas souhaitable de séparer les actifs grevés de sûretés du reste du patrimoine du débiteur faisant l'objet d'une procédure collective. Supprimer la règle de l'arrêt des poursuites individuelles au bénéfice des créanciers titulaires de sûretés équivaldrait à autoriser les éventuelles destructions de valeur, consécutives au démembrement du patrimoine d'une société dont l'activité est viable. À cet égard, une destruction de valeur s'opère chaque fois qu'un actif est cédé alors que sa valeur de marché, c'est-à-dire le produit de la vente devant revenir aux créanciers en cas de cessation à un tiers, est inférieure à sa valeur économique, c'est-à-dire à la valeur que cet actif revêt pour son propriétaire, l'emprunteur. Par essence, aussi longtemps que l'activité de la société emprunteuse est viable, la valeur économique d'un actif indispensable à sa poursuite, est supérieure à sa valeur de marché. L'intérêt collectif commandant que les destructions de valeur dans les entreprises soient évitées autant que possible, il est préférable de ne pas systématiquement permettre aux créanciers de saisir les actifs grevés, postérieurement à l'ouverture d'une procédure collective de leur débiteur.

9. Les droits des créanciers titulaires de sûretés peuvent, d'ailleurs, être protégés de manière tout à fait adéquate, sans qu'il soit nécessaire de restreindre le champ d'application de la règle de l'arrêt des poursuites aux seuls créanciers chirographaires. La procédure collective devrait pouvoir à la fois protéger l'intégrité du patrimoine des sociétés viables (et donc éviter les destructions de richesse inutiles) et garantir aux créanciers titulaires de sûretés que leurs droits réels sur

16 À titre d'illustration, l'abandon du caractère réel du gage aurait dû sceller le sort du gage avec dépossession. Ce dernier présente en effet l'inconvénient, contrairement au gage sans dépossession, d'entraîner des coûts d'opportunité, c'est-à-dire des coûts liés à l'impossibilité pour la société d'utiliser et/ou de disposer de son actif comme elle le voudrait, dans le respect des droits des créanciers, et ce, tant que cet actif est grevé d'une sûreté. Loin de disparaître avec l'abandon du caractère réel du gage, le gage avec dépossession conservait les faveurs du législateur, avec la légalisation du droit de rétention. La loi encourageait ainsi la « *prime à la possession* » en dépit de la logique économique. Le créancier gagiste n'avait alors pas d'autre choix que de se transformer en un rétenteur du bien gagé afin d'échapper au concours des autres créanciers. Le législateur chercha alors à réparer son erreur mais en instaurant un droit de rétention fictif au bénéfice des créanciers titulaires d'un gage sans dépossession, par la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008. Réalisant un peu tardivement qu'octroyer un droit de rétention à tous les créanciers gagistes vidait la procédure collective de sa substance, le législateur a réduit la portée du droit de rétention fictif, quelques mois plus tard, par l'ordonnance du 18 décembre 2008.

17 La réforme n'a malheureusement pas réduit le nombre de gages spéciaux. Au contraire, elle a donné lieu à la création du gage commercial sur les stocks réservés aux établissements de crédit, qui pose aujourd'hui bien des difficultés à la pratique depuis, l'arrêt de la Cour de cassation du 19 février 2013 : Cass. com., 19 fév. 2013, n° 11-21.763. Dans cet arrêt, la Cour de cassation a, contre toute attente, consacré l'exclusivité du gage des stocks. Cet arrêt, en apparence presque anodin, a créé une onde de choc chez les praticiens et les établissements bancaires, compte tenu de l'insécurité juridique entourant désormais l'efficacité de bon nombre d'actes passés. Cette décision contribue à complexifier un peu plus notre droit et la typologie des sûretés, dont la raison d'être était déjà difficilement justifiable.

18 D. LEGEAIS, *Le gage de meubles corporels*, RD banc. fin., n° 3, mai 2006, dossier 10, chron..

19 Il s'agit (i) de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 instituant la fiducie, JORF n° 44 du 21 février 2007, (ii) de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 portant diverses mesures de modernisation de l'économie, JORF n° 0181 du 5 août 2008, (iii) de l'ordonnance n° 2008-145 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté, JORF n° 0295 du 19 décembre 2008, (iv) de l'ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 portant réforme de la fiducie, JORF n° 0026 du 31 janvier 2009 et (v) de la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures, JORF n° 0110 du 13 mai 2009. Il est également rappelé qu'une énième réforme, visant à adapter la fiducie aux exigences de la finance islamique a été avortée. V. sur ce dernier point, C. WITZ, *Fiducie – Introduction et constitution*, JCl. Code civil, Fasc. 10, 2012, n° 15. Pour une explication du régime de la fiducie-sûreté et de sa perfectibilité en cas de procédure collective, v. not., B. BOULARD, *Le recours à la fiducie-sûreté dans les financements de projet français vers une sécurisation juridique renforcée au bénéfice des prêteurs*, RTDF n° 3-2013, p. 72.

20 Concernant cette évidence en matière de sûretés réelles, v. not. O. GOUT, *Quel droit commun pour les sûretés réelles ?*, RTD civ., 2013, p. 255.

21 D. LEGEAIS, *Le droit des sûretés à la recherche de repères*, RD banc. fin., n° 2, mars 2012, repère 2.

22 Loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises.

23 P. DUPICHOT, *L'efficacité économique du droit des sûretés réelles*, LPA, 16 avr. 2010, n° 76, p. 7, écrivant que sous l'empire de la loi du 25 janvier 1985, « *le jeu de massacre des sûretés réelles était alors à son apogée* » ; R. DAMMAN, G. PODEUR, in *Crise du crédit et entreprises – Les réponses du droit*, Lamy Axe Droit, 2010, p. 72, n° 97.

les biens grevés survivent à la procédure collective ouverte contre leur débiteur. La procédure collective pourrait ainsi garantir aux créanciers titulaires de sûretés qu'ils ne seront pas moins bien traités en cas de sauvetage de l'entreprise que s'ils avaient été en mesure de pouvoir réaliser leurs sûretés, ce qui suppose de leur accorder un traitement véritablement privilégié par rapport aux créanciers chirographaires et aux actionnaires de cette dernière. Autrement dit, il n'est pas exclu de parvenir à concilier les intérêts des créanciers avec ceux des entreprises, même défaillantes. Réussir à concilier les différents intérêts en présence est un enjeu majeur pour le législateur. C'est à cette condition que les droits des créanciers et, de manière plus générale, ceux des investisseurs, pourront suffisamment être protégés dans la perspective de faciliter le financement de nos entreprises.

10. La grande difficulté est que notre législateur n'est pas, jusqu'à présent, parvenu à concilier les droits des créanciers avec ceux de l'entreprise défaillante. Ceci explique les nombreuses critiques, évoquées précédemment, à l'égard de la fois du droit des procédures collectives et du droit des sûretés. Comme évoqué à d'autres occasions²⁴, notre droit des procédures collectives oppose systématiquement les intérêts des entreprises en difficulté à ceux de ses créanciers. Cette opposition résulte d'une confusion permanente entre les nécessités de préserver l'entreprise (l'outil de production de biens et de services) et la société (l'entité juridique) pour elle-même. C'est ainsi que depuis la loi du 25 janvier 1985, le redressement judiciaire (puis la sauvegarde) est perçu comme le moyen le plus opportun pour assurer le maintien de l'entreprise alors que son activité peut tout aussi bien être préservée à la suite d'une cession de l'ensemble de son activité à un tiers (entraînant la liquidation de la société débitrice). Si cette confusion était compréhensible lorsque tous les débiteurs étaient des personnes physiques ou des sociétés de personnes, elle n'est plus pertinente aujourd'hui avec le développement des sociétés de capitaux. Cette évolution oblige en effet à distinguer le sort de l'entreprise de celui de son dirigeant et de ses actionnaires (du moins, lorsque le dirigeant-entrepreneur n'est pas caution de l'entreprise sur ses biens propres). En la matière, il est important de comprendre que ce n'est pas parce que la propriété de la société est transférée à un tiers (qu'il soit ou non un créancier de l'entreprise) que davantage d'emplois seront détruits. À ce jour, il n'existe, à notre connaissance, aucune étude empirique ayant démontré cela.

11. La confusion entre l'intérêt de l'entreprise et celui de la société est encore plus dommageable depuis le développement ces trente dernières années de l'innovation financière. Celle-ci a favorisé le recours à la dette par les entreprises²⁵ et ainsi brouillé la distinction entre actionnaires et créanciers, ces derniers tendant de plus en plus à avoir un profil similaire.

24 S. VERMEILLE, T. FRANÇOIS, *Le « feuilletton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ?*, JCP éd. E, n° 40, 4 oct. 2012, 1582, p. 27 et s.; S. VERMEILLE, R. BOURGUEIL, A. BEZERT, *L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse*, RTDF, n° 3-2013, pp. 17-41; R. DAMMAN, G. PODEUR, in *Crise du crédit et entreprises – Les réponses du droit*, Lamy Axe Droit, 2010, pp. 116-138.

25 Les sociétés peuvent en effet avoir recours à de la dette non amortissable. Ce type d'instruments financiers permet de retarder le plus possible la date à laquelle les sociétés emprunteuses devront rembourser le capital de la dette d'acquisition. Les sociétés ont également recours à la dette porteuse d'intérêt *pay in kind* ou PIK. Ces intérêts sont capitalisés et payés concomitamment au remboursement du capital. Les sociétés emprunteuses évitent ainsi d'avoir à procéder à des décaissements avant la date butoir. Cela permet ainsi d'augmenter leur niveau d'endettement.

À la suite de l'explosion de la bulle du crédit et du prix des actifs, de nombreuses sociétés ont connu des difficultés financières alors que leur activité opérationnelle a toujours été profitable²⁶. Pour ces sociétés, la question du changement de propriétaire est alors devenue centrale afin de mettre fin à leur situation de détresse financière, susceptible d'entraîner à terme une dégradation de leur activité sur un plan opérationnel. Aux discussions entre les créanciers et leur débiteur doivent désormais se substituer les discussions entre les créanciers et les actionnaires de la société défaillante afin de permettre le désendettement de cette dernière (*via* la conversion de la dette en actions). Ce sont aux droits des actionnaires que les droits des créanciers s'opposent, et non à ceux de l'emprunteur défaillant²⁷.

12. La confusion qu'opère le droit français entre l'intérêt de l'entreprise et l'intérêt de l'entité juridique, conduisant à une opposition systématique entre les droits des créanciers et ceux de l'entreprise défaillante est, de notre point de vue, la principale raison de l'impasse dans laquelle se trouve actuellement notre système juridique. Les effets pervers de cette situation sont essentiellement à l'origine des critiques adressées : complexité croissante du droit des sûretés et du droit des procédures collectives à la recherche d'un équilibre introuvable entre les droits des créanciers et ceux de l'entité juridique défaillante ; difficultés d'accès au crédit ; sûretés « classiques » (telles que le nantissement du fonds de commerce) peu efficaces, adaptations coûteuses de la pratique pour garantir un niveau minimal de droits aux créanciers (préférence, par exemple, pour les sûretés-propiétés ou les nantissements sur l'argent : gage-espèce ou cession Dailly, plus contraignants pour l'emprunteur²⁸), et, parfois même, « *law shopping* » à la légalité incertaine²⁹.

13. Il est important de souligner que dans le contexte de crise structurelle que nous traversons, compte tenu du niveau d'endettement de l'État français et de la fragilité de notre système bancaire³⁰, ces critiques à l'égard de notre système juridique pourraient croître à l'avenir. En effet, pour régler le problème de surendettement que traverse la zone Euro, nous

26 Avant la phase d'expansion du crédit, une entreprise était généralement défaillante en raison de difficultés liées à son activité opérationnelle et non en raison de difficultés purement financières. Désormais, des sociétés peuvent se retrouver en situation de surendettement alors même que leurs résultats opérationnels ne se sont pas dégradés. Une société peut se retrouver dans cette situation parce qu'elle a, par exemple, fait le choix de financer ses acquisitions en ayant recours uniquement à la dette, moins chère que le capital pour les actionnaires, parce que non dilutive. Or, les acquisitions en question peuvent ne pas dégager les synergies escomptées ou, la rentabilité de la société peut tout simplement être insuffisante pour assurer le service de la dette. La société peut dans ces conditions devenir insolvable. Elle ne pourra probablement pas régler ses dettes. V. sur ce point, S. VERMEILLE, *Pourquoi une réforme du droit des entreprises en difficulté est-elle nécessaire ?*, Q&A, Droit et Croissance, Banque & Droit, n° HS-2013-2, p. 30.

27 *Ibid.*

28 B. BOULARD, *op. cit.*, p. 74.

29 On pense en particulier à la technique de « *la Double Luxco* ». Les créanciers exigent l'immatriculation par l'emprunteur de deux sociétés holding luxembourgeoises afin de mieux protéger leurs droits. 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).

30 La fragilité actuelle de notre système bancaire – faute de restructurations – rend par exemple de plus en plus difficile l'accès au crédit, en particulier celui des PME, les établissements bancaires n'ayant alors plus de capacité

n'avons pas d'autre choix que de restructurer les dettes publiques, comme privées (dettes bancaires et dettes « *corporate* »). Les États membres ne peuvent en effet pas recourir aux méthodes « *classiques* » pour réduire leurs problèmes d'endettement, c'est-à-dire 1°) dévaluer individuellement, autrement dit de sortir de l'Euro, ce qui, par contagion, ferait imploser la zone Euro et 2°) faire de l'inflation, c'est la promesse faite aux Allemands. Il n'y a donc pas d'autre choix que de restructurer la dette privée (tout comme la dette souveraine)³¹. L'obligation de se doter des instruments efficaces permettant la restructuration de la dette privée se justifie d'autant plus que compte tenu du niveau faible de croissance auquel la majorité des experts s'attendent dans les prochaines années, les niveaux de dette, acceptables dans le passé, ne le seraient désormais plus. Les solutions « *attentistes* », consistant depuis la loi du 25 janvier 1985 à rééchelonner la dette dans l'attente de la reprise du cycle, seraient alors de moins en moins satisfaisantes à l'avenir pour nos entreprises³².

14. Sortir de l'impasse dans laquelle se trouve le droit français requiert un changement en profondeur de notre socle intellectuel, dont il est nécessaire de prendre pleinement la mesure. Ce changement de référentiel devrait davantage reposer sur les enseignements de l'analyse économique du droit et, en particulier, du théorème de Coase³³. Notre droit s'orienterait ainsi vers la protection des droits des créanciers et des ressources de l'entreprise, plutôt que vers la protection de l'entité juridique débitrice en elle-même. Cette nouvelle orientation conduirait le législateur à réformer en profondeur le droit des sûretés et le droit des procédures collectives, sans modifier, de manière significative les finalités principales de ces deux branches du droit, à savoir : faciliter l'accès au crédit et préserver l'intégrité du patrimoine de l'entreprise viable.

15. L'objectif de cet article est ainsi de démontrer successivement que :

- ◆ les sûretés sont un atout pour les créanciers qui en bénéficient et présentent un inconvénient, non pas tant pour l'emprunteur mais pour les autres créanciers chirographaires de l'entreprise ;
- ◆ le droit des sûretés ne peut faciliter l'accès au crédit des entreprises, et donc être efficace, qu'à la condition que les droits réels des créanciers titulaires de sûretés survivent à l'ouverture d'une procédure collective sur le débiteur et soient donc opposables aux autres créanciers durant la procédure collective ;
- ◆ le respect des droits réels des créanciers titulaires de sûretés suppose que :
 - les créanciers titulaires de sûretés ne soient pas moins bien traités au cours d'une « *procédure de sauvetage* » du débiteur (procédure de sauvegarde/procédure de redressement judiciaire) que s'ils avaient été en mesure de réaliser leurs sûretés, ce qui suppose qu'une procédure de sauvetage ne se justifie qu'à partir du moment

.....
d'emprunt pour de nouveaux projets d'investissement. S. VERMEILLE, *Pourquoi une réforme du droit des entreprises en difficulté est-elle nécessaire ?*, op. cit.

31 J. DELPLA, *Vers une zone euro de restructuration continue ?*, Banque & Droit, n° HS-2013-2, p. 5.

32 S. VERMEILLE, *Pourquoi une réforme du droit des entreprises en difficulté est-elle nécessaire ?*, op. cit.

33 Cf. *infra*, § 30 et s..

où elle permet de préserver davantage de valeur que la procédure de liquidation judiciaire provoquant un arrêt de l'activité,

- les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés vis-à-vis des autres créanciers soient véritablement respectés au cours d'une procédure de sauvetage ; c'est-à-dire que les actionnaires et les créanciers chirographaires absorbent les pertes de l'entreprise en procédure de sauvetage avant les créanciers titulaires de sûretés, ce qui implique que la créance de ces derniers ne doit pas être affectée par la procédure collective (par exemple, *via* un rééchelonnement des dettes du débiteur à un taux d'intérêt constant conduisant à une diminution de la valeur économique des créances desdits créanciers parallèlement à une diminution de la valeur des actifs grevés) tant que les actionnaires et les créanciers chirographaires conservent des droits dans la société (sous réserve que la valeur des actifs grevés soit supérieure au montant de la créance des titulaires de sûretés) ;

◆ qu'en conséquence :

- les créanciers titulaires de sûretés ne doivent pas siéger, pour les besoins de l'approbation du plan de continuation de l'entreprise, dans les mêmes comités de créanciers que ceux dont font partie les autres créanciers du débiteur défaillant, ne bénéficiant d'aucune sûreté consentie par leur débiteur,
- le législateur doit s'assurer que le montant des privilèges légaux et, en particulier, des privilèges et superprivilèges qu'il octroie aux salariés, ne soit pas d'une ampleur telle qu'il vide les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés de leur substance. C'est à ces conditions que la poursuite conjointe de l'efficacité du droit des sûretés et celle de l'efficacité *ex ante* du droit des procédures collectives est envisageable afin de faciliter l'accès au crédit des entreprises ; et

◆ sous réserve que les institutions judiciaires soient suffisamment modernisées, il est tout à fait possible, dans l'intérêt de la collectivité, de concilier la poursuite de l'efficacité *ex post* de la procédure collective – permettant de préserver l'intégrité du patrimoine du débiteur en empêchant les créanciers titulaires de sûretés de réaliser ces dernières en période d'observation lorsque qu'une telle mesure conduirait à des destructions de richesse – et la poursuite de l'efficacité du droit des sûretés.

16. Dans ce but, nous reviendrons dans un premier temps sur les intérêts et les inconvénients présentés par les sûretés (I.). Nous déterminerons ensuite à quelles conditions le droit des sûretés peut être efficace, en insistant sur la nécessité de rendre opposables les droits des créanciers titulaires de sûretés durant la procédure collective (II.). Nous expliquerons ensuite, dans une dernière partie, dans quelle mesure le droit des sûretés et le droit des procédures collectives peuvent être conciliés dans l'intérêt de tous (III.). Il sera ensuite temps, dans une étude ultérieure, de détailler les effets pervers de l'incapacité actuelle du législateur français à parvenir à concilier le droit des sûretés avec le droit des procédures collectives, tant pour l'emprunteur, que pour les créanciers et la collectivité en général³⁴.

.....
34 S. VERMEILLE, A. BEZERT, *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse éco-*

I. Intérêts et inconvénients présentés par l'octroi de sûretés

17. En l'absence de toute définition légale, une sûreté réelle est communément définie comme une « *sûreté portant sur un ou plusieurs biens déterminés, meubles ou immeubles, appartenant au débiteur ou à un tiers, consistant à conférer au créancier, sur ce bien, un droit réel* »³⁵. Elle présente à la fois des intérêts (1.) et des inconvénients (2.) pour les différentes parties en présence, selon le point de vue adopté.

1. L'intérêt de l'octroi de sûretés

18. L'octroi de sûretés présente un intérêt tant du point de vue du débiteur, qui bénéficiera d'un accès facilité au crédit (1.1.), que des créanciers qui verront leurs chances de recouvrement améliorées en cas de défaillance de ce dernier (1.2.).

1.1. L'intérêt pour le débiteur : un accès au crédit facilité

19. L'intuition première voudrait que le recours à une sûreté permette de réduire le coût du crédit des emprunteurs concédant de telles garanties à leurs créanciers. De manière générale, plusieurs études universitaires tendraient à démontrer que le coût du crédit des sociétés concédant des sûretés n'est pas inférieur à celui des sociétés n'en concédant pas³⁶. D'autres permettent au contraire d'établir que, *toutes choses égales par ailleurs*, les sûretés réduisent bien le coût du crédit des sociétés qui les accordent³⁷. Avant toute conclusion hâtive, il est en effet important de comparer le risque de crédit moyen des sociétés concédant des sûretés à celui des sociétés qui n'en accordent pas. Les sociétés qui concèdent des sûretés présentent généralement un risque de crédit bien supérieur à celles qui n'en concèdent pas. Les prêteurs exigent donc des sûretés lorsque la solvabilité de la société est jugée insuffisante. L'octroi de sûretés est donc une condition d'accès au crédit pour les sociétés ayant une probabilité de défaut dépassant un certain seuil, et non un moyen pour les sociétés en bonne santé financière de diminuer le coût de service de leur dette.

20. Comme nous allons le voir, les sûretés sont davantage utilisées par les PME que les TPE, ainsi que par les entreprises de taille significative dont la probabilité de défaut est moins élevée :

- ◆ Les très petites entreprises (les « TPE »), par essence peu solvables, seraient *a priori* les plus susceptibles d'accorder des sûretés réelles à leurs prêteurs pour les raisons expliquées précédemment. Ce n'est en réalité pas le cas, ces dernières ayant généralement peu de fonds propres et d'actifs à grever et étant rarement propriétaires des locaux qu'elles occupent. Le principal souci du prêteur de TPE sera donc d'éviter de prêter aux « *mauvais candidats* », ceux qui, parmi toutes les TPE, ont par essence une proba-

bilité de défaut élevée et sont susceptibles de faire un mauvais usage de l'argent mis à disposition par les prêteurs. Ces derniers voudront donc réduire le risque de surinvestissement³⁸. En effet :

- du point de vue du créancier, si la TPE fait défaut, le risque de ne pas être remboursé est important, qu'il bénéficie ou non d'une sûreté. Les frais de recouvrement qui en résulteraient seraient dès lors prohibitifs au regard des sommes en jeu ; et
- du point de vue du débiteur, les coûts liés à la constitution de la sûreté peuvent paraître excessifs, au regard des sommes prêtées.
- ◆ Les petites et moyennes entreprises (les « PME ») sont plus généralement propriétaires d'actifs d'une valeur marchande non négligeable et plus fréquemment propriétaires de leurs locaux. Dans l'hypothèse où le propriétaire des murs est le dirigeant-entrepreneur de la PME, le coût d'une hypothèque pourrait ne pas paraître si prohibitif au regard des sommes en jeu. Dans le cas inverse, le prêteur demandera au dirigeant-entrepreneur de se porter caution (sauf s'il craint le concours d'autres créanciers du dirigeant-entrepreneur, auquel cas, il exigera une hypothèque en dépit de son coût). L'octroi d'une sûreté est donc réellement un moyen pour le prêteur d'améliorer ses chances de recouvrement, en lui permettant de se voir rembourser, au moins partiellement, sur la vente des actifs du débiteur défaillant. Il sera plus enclin à faciliter l'accès au crédit aux PME.
- ◆ Les entreprises de taille significative ont en principe une probabilité de défaut plus faible que les autres, qui justifie que leurs prêteurs n'exigent pas de sûretés en contrepartie de la mise à disposition des fonds. Elles ont davantage d'actifs disponibles que les PME et sont donc moins sus-

38 Pour éviter de prêter aux « *mauvais candidats* », le prêteur aux TPE cherche à réduire le risque de surinvestissement, en demandant généralement au dirigeant-entrepreneur de se porter caution du prêt octroyé. Un risque de surinvestissement est le risque pour le prêteur que le dirigeant-entrepreneur utilise l'argent prêté à la société à mauvais escient, c'est-à-dire, dans l'espoir de réaliser un gain important, quoiqu'improbable, et ce, même si le dirigeant-entrepreneur affirme le contraire. Chez les TPE, ce risque est considéré comme étant plus élevé qu'ailleurs, essentiellement pour deux raisons : 1) compte tenu des sommes en jeu, le prêteur ne peut pas se permettre, une fois l'argent versé, de perdre du temps à vérifier que l'argent prêté est, dans les faits, utilisé à bon escient ; 2) le niveau des fonds propres de la société est souvent peu élevé, par rapport au montant des sommes prêtées. Il existerait donc des coûts dits « *d'agence* » entre le dirigeant-entrepreneur et les créanciers, autrement dit une incitation du dirigeant-entrepreneur à adopter un comportement risqué, contraire aux intérêts de ses créanciers éventuels. En cas d'échec, ces derniers assument l'essentiel des pertes, alors qu'en cas de succès, c'est le dirigeant-entrepreneur qui tire pratiquement tous les bénéfices, en sa qualité d'actionnaire. La perception de l'existence d'un tel risque d'aléa moral « *caché* », car inconnu des prêteurs, est souvent à l'origine du refus du prêteur de financer des TPE. Ces dernières souffrent alors de sélection adverse ou « *adverse selection* ». Le prêteur changera d'avis si le dirigeant met un niveau de fonds propres suffisamment important pour le convaincre que ses incitations sont en ligne avec celles de son prêteur. Autrement, le prêteur peut exiger que le dirigeant se porte caution à titre personnel. À cet égard, consentir un cautionnement est souvent moins onéreux que de constituer une hypothèque sur le bien immobilier du dirigeant-entrepreneur. L'objectif n'est alors pas tant d'améliorer les chances de recouvrement du prêteur pour les raisons évoquées précédemment, mais de réduire le risque perçu de surinvestissement, en s'assurant que le dirigeant aura des incitations plus ou moins similaires à celles du prêteur, de peur de perdre tout son patrimoine. Pour ces raisons, il est important que le régime des cautions des personnes physiques soit jugé satisfaisant pour les créanciers, ce qui n'est pas forcément le cas en droit français.

nomique du droit – Suite – Étude des effets pervers pour notre économie d'un droit des procédures collectives et des sûretés imperméable aux enseignements de l'analyse économique du droit, à paraître.

35 G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 7^e éd., p. 886.

36 S. A. DAVYDENKO, J.-R. FRANKS, *Do Bankruptcy Codes Matter ? A Study of Defaults in France, Germany and the UK*, ECGI - Finance Working Paper, n° 89/2005, sept. 2006.

37 E. BENMELICH, N. BERGMAN, *Collateral pricing*, NBER Working Paper, n° 13874, march 2008.

ceptibles de souffrir des effets des crises conjoncturelles sur leur niveau de trésorerie. Même en cas de besoins en trésorerie imprévus, leur niveau de solvabilité est en principe jugé suffisant de sorte que les prêteurs accordent des nouvelles lignes de crédit ou un nouveau découvert, sans exiger de garanties en contrepartie. Bien évidemment, il en va différemment quand la société de taille significative connaît des difficultés économiques et financières qui jettent le doute sur sa solvabilité. Dans une telle hypothèse, les prêteurs, sollicités pour accorder de nouveaux prêts, exigeront des garanties supplémentaires afin d'améliorer leurs chances de recouvrement.

En conclusion, l'octroi de sûretés permet donc bien de faciliter l'accès au crédit des entreprises les plus fragiles.

1.2. L'intérêt pour le créancier : une amélioration des chances de recouvrement en cas de défaillance du débiteur

21. Un créancier dépourvu de sûretés est obligé d'entrer en concours avec les autres créanciers de son débiteur défaillant. Le créancier qui exige l'octroi de sûretés souhaite éviter cette situation afin d'améliorer les chances de recouvrement de sa créance. Le bénéfice d'une sûreté se révèle donc surtout lorsque le débiteur fait ou est proche de faire défaut. Autrement dit, le bénéfice d'une sûreté se révèle lorsque des créanciers se retrouvent en concours, faute pour leur débiteur commun de parvenir à assurer le remboursement de l'intégralité de ses dettes. L'intérêt que tire un créancier de la détention d'une sûreté n'est donc pas tant vis-à-vis de son débiteur, mais plutôt vis-à-vis des autres créanciers susceptibles d'entrer en concours avec lui. Pour cette raison, pour un créancier titulaire de sûretés, le risque d'impayé n'est véritablement réduit qu'à la condition que ses droits sur l'actif grevé soient opposables aux tiers, même en cas d'ouverture d'une procédure collective³⁹. Comme nous le verrons, l'impossibilité pour un créancier titulaire de sûretés réelles de véritablement rendre ses droits opposables aux autres créanciers chirographaires de son débiteur est une des principales faiblesses des règles gouvernant les procédures collectives en France.

2. Les inconvénients de l'octroi de sûretés

22. Si les sûretés sont une contrainte marginale pour l'emprunteur défaillant (2.1.), elles le sont davantage du point de vue des créanciers chirographaires (2.2.).

39 Classiquement, les juristes considèrent que les créanciers titulaires de sûretés ont des droits réels dits « de garantie » ou « accessoires » par opposition aux droits réels dits « principaux » que sont les droits liés au démembrement du droit de propriété, à savoir l'*usus* (le droit d'user de la chose), le *fructus* (le droit de jouir des fruits et produits de la chose) et l'*abusus* (le droit de disposer de la chose – tant juridiquement que matériellement). Les droits réels « accessoires » constituent une catégorie particulière car ces droits ne procèdent pas d'un véritable démembrement de la propriété du bien, l'actif grevé étant simplement affecté à la garantie d'une créance, d'où le terme « accessoire ». Voir sur ce point, M. CABRILLAC, C. MOULY, S. CABRILLAC, P. PETEL, *op.cit.*, p. 415, n° 568 ; F. TERRE, P. SIMLER, *Les biens*, Dalloz, 8^e éd., p. 62, n° 51. Du point de vue des juristes ces droits réels produisent des effets en dehors de la procédure collective. La difficulté est que, comme nous l'avons évoqué précédemment et nous l'évoquerons par la suite, les droits réels dits « accessoires » produisent des effets très limités dans la procédure collective. Cf. *infra* § 35.

2.1. Une contrainte marginale pour l'emprunteur en cas de défaillance

23. La constitution d'une sûreté confère au créancier un certain droit de contrôle sur les biens grevés. L'emprunteur ne peut donc les céder sans l'accord du créancier (sauf cas particulier, par exemple, un gage sur les stocks dont l'assiette se renouvelle automatiquement à mesure que le débiteur cède puis reconstruit ses stocks). La sûreté est donc une contrainte, du point de vue du débiteur, lorsque ce dernier est en bonne santé financière⁴⁰. À l'inverse, lorsque le débiteur se trouve dans l'impossibilité de rembourser l'intégralité de ses dettes, le fait d'avoir concédé des sûretés sur ses actifs n'est pas vraiment un problème pour lui pour les raisons suivantes :

- ◆ À supposer que l'activité du débiteur ne soit pas viable, il devrait peu lui importer que la dispersion de ses actifs ait lieu après que ses créanciers ont réalisé leurs sûretés, soit avant l'ouverture d'une procédure collective, soit pendant une procédure de liquidation judiciaire. Dans cette hypothèse, il importe peu que les actifs du débiteur soient liquidés à l'initiative de créanciers titulaires de sûretés, plutôt qu'à l'initiative de créanciers chirographaires. La question de la répartition du produit de cession des actifs grevés ne concerne pas le débiteur défaillant. Dans ce scénario, ce dernier doit seulement accepter le sort qui lui est réservé : la liquidation de ses biens, à partir du moment où il est avéré que son activité n'est pas viable et ce, conformément à la logique économique. Ses actifs peuvent ainsi être mieux réutilisés ailleurs.
- ◆ À supposer, au contraire, que l'activité du débiteur défaillant soit tout de même viable, le risque de démembrement de la société, à la suite de la réalisation de leurs sûretés par les créanciers, devrait en principe être écarté. En cas de tentative des créanciers de procéder à la cession des actifs grevés de leur débiteur, la loi (comme le prévoit notre droit des procédures collectives) devrait permettre au débiteur défaillant de s'y opposer, en lui permettant d'ouvrir une procédure collective, conduisant à un arrêt des poursuites individuelles⁴¹.

24. Certes, face à la tentative d'un créancier de réaliser sa sûreté, le dirigeant de l'entreprise défaillante, dont l'activité est viable, pourrait renoncer à ouvrir une procédure collective, mesurant le signal négatif qui serait alors envoyé à ses partenaires commerciaux. Le dirigeant pourrait alors volontairement accepter la destruction de valeur opérée par l'effet de la liquidation du bien grevé par ledit créancier, lorsque le produit de la vente est inférieur à la valeur économique que revêt le bien grevé cédé pour l'emprunteur dont l'activité est viable.

25. Ce scénario semble toutefois peu probable dans l'hypothèse, fréquente, où un emprunteur est à la fois surendetté et viable pour les raisons suivantes :

40 J. ARMOUR, *The Law and Economics Debate About Secured Lending : Lessons for European Lawmaking ?*, *European Company and Financial Law Review*, 2008, vol. 5, spéc. p. 3.

41 À cet égard, la loi devrait permettre d'éviter au dirigeant de bonne foi de se faire surprendre par des créanciers désireux de procéder à la liquidation de ses biens dans de courts délais, afin de contourner la règle de l'arrêt des poursuites. À défaut, l'intérêt de la procédure collective, comme instrument permettant d'éviter les destructions de richesse inutiles, serait considérablement amoindri.

- ◆ l'emprunteur a très probablement une taille significative (les petites sociétés connaissant des difficultés financières ayant le plus souvent une activité qui n'est pas viable) ;
- ◆ l'emprunteur a, par conséquent, très probablement d'autres créanciers financiers que celui désireux de réaliser sa sûreté ; et
- ◆ les autres créanciers ont probablement prévu, par la voie contractuelle, les moyens d'éviter qu'un créancier isolé puisse recouvrer sa créance, sans entrer en concours avec les autres créanciers et en-dehors du contrôle du juge.

Autrement dit, plus le montant total des dettes financières de l'emprunteur est important, moins le scénario d'un créancier revendicatif isolé semble être une hypothèse envisageable⁴².

2.2. Un inconvénient plus important pour les créanciers chirographaires de l'emprunteur

26. L'octroi de sûretés présente davantage d'inconvénients pour les autres créanciers chirographaires de la société, dans la mesure où la constitution de telles sûretés est susceptible d'affecter les droits qu'ils pensaient détenir sur les actifs faisant partie du patrimoine de l'emprunteur. C'est en effet un inconvénient pour les créanciers antérieurs à l'octroi desdites sûretés, lorsque les biens grevés étaient déjà dans le patrimoine du débiteur avant la mise à disposition des fonds, pour les besoins desquels l'octroi de sûretés est considéré. Dans l'hypothèse où, au contraire, les actifs grevés sont des biens acquis par l'emprunteur grâce au nouveau financement octroyé, le risque d'un transfert de richesse au détriment des créanciers antérieurs est bien évidemment écarté.

27. Par conséquent, il résulte de ce qui précède, que :

- ◆ l'octroi de sûretés présente un intérêt à la fois pour l'emprunteur et le créancier qui en bénéficie ;
- ◆ sous réserve qu'il existe, comme en France, une règle prévoyant l'arrêt des poursuites individuelles, il est peu probable, en cas d'ouverture d'une procédure collective⁴³, que la constitution d'une sûreté aille à l'encontre des intérêts de l'emprunteur, même défaillant par la suite ; et

42 Lorsque le montant des prêts est élevé, les créanciers bancaires, constitués en syndicats, insèrent généralement une clause de solidarité dans la documentation bancaire, afin de répartir le risque entre eux. Une telle pratique est de nature à décourager un créancier de tenter de réaliser sa sûreté, de manière isolée par rapport aux autres créanciers. Il est par ailleurs généralement prévu que seul un agent de sûretés désigné par les banques a le droit, une fois mandaté par les membres du syndicat en ce sens, de pouvoir réaliser les sûretés pour leur compte. L'insertion de ces clauses de solidarité permet d'éviter les situations dans lesquelles l'emprunteur pourrait être tenté de rembourser un créancier isolé, au détriment des autres et ce, afin de retarder l'ouverture de la procédure collective. Pour cette raison, même si les créanciers ont des droits de natures différentes vis-à-vis de leur débiteur, ils ont naturellement intérêt (sauf s'ils sont trop dispersés sur les marchés financiers) à s'organiser pour conduire ensemble des négociations amiables avec le dirigeant de la société, lorsque les difficultés surviennent. Ceci n'exclut pas que des créanciers parviennent, parfois, à bénéficier de leur statut de créancier privilégié vis-à-vis du débiteur afin d'obtenir des avantages indus par rapport aux autres membres du syndicat, au moment par exemple, du renouvellement des lignes de crédit.

43 Au regard des règles de droit international privé, on comprend dès lors que la constitution de sûretés peut être un problème si les actifs grevés sont situés à l'étranger. Sur ces problématiques, v. not., R. DAMMAN, G. PO-DEUR, in *Crise du crédit et entreprises – Les réponses du droit*, pp. 116-138.

- ◆ sous réserve que la loi rende les droits des créanciers titulaires de sûretés opposables aux tiers, même en cas d'ouverture d'une procédure collective sur l'emprunteur, la constitution d'une sûreté va à l'encontre des intérêts, non pas de l'emprunteur, mais de ses autres créanciers. L'octroi de sûretés permet alors de modifier la répartition des droits des créanciers sur les actifs appartenant au patrimoine du débiteur.

L'efficacité du droit des sûretés est donc suspendue au caractère opposable ou non des droits des créanciers durant la procédure collective.

II. L'efficacité des sûretés conditionnée à leur opposabilité aux autres créanciers

28. Comme nous l'avons précédemment évoqué, les sûretés facilitent l'accès au crédit des entreprises et, par conséquent, le financement de projets créateurs de valeur. Il s'agit là d'une des finalités du droit des sûretés⁴⁴. Les sûretés pouvant cependant constituer un coût pour les tiers, il est nécessaire de s'interroger sur la manière d'atteindre l'objectif poursuivi à moindre coût. Lorsqu'on s'interroge sur la manière de rendre le droit des sûretés efficace d'un point de vue économique, il est utile de distinguer préalablement quatre domaines d'intervention du législateur en la matière⁴⁵ :

- ◆ le premier concerne la nature des biens ou droits susceptibles de faire l'objet d'une sûreté : contrairement à d'autres pays, il en existe un nombre limité en France⁴⁶ ;
- ◆ le second, les mesures à prendre afin que l'existence des sûretés soit rendue publique aux tiers : c'est une condition préalable indispensable, dans la perspective de rendre les droits des créanciers titulaires de sûretés opposables aux tiers⁴⁷ ;

44 Sur les finalités du droit des sûretés, v. not., *UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions – Terminology and recommendations*, United Nations Commission on International Trade Law, p. 1 (2009).

45 J. ARMOUR, op. cit., spéc. pp. 12-30.

46 Plus précisément, il existe un débat doctrinal sur cette question. Deux arguments l'emportent pour considérer que la liberté contractuelle ne prime pas. Le premier est que l'article 2323 du Code civil dispose que « les causes légitimes de préférence sont les privilèges et les hypothèques ». L'autre argument est qu'une sûreté ne serait opposable qu'au prix d'une publicité, laquelle ne peut être organisée que par le législateur. Or ce dernier n'a pas à ce jour mis en place un registre général de publicité. Au contraire, les États-Unis ont adopté un droit basé sur une approche fonctionnelle des sûretés, par la reconnaissance d'un « security interest ». En conséquence, tout bien est susceptible d'être grevé, à condition que le dirigeant du débiteur s'acquitte des mesures de publicité prévues par chaque État pour n'importe quel type de sûreté. Sur le « security interest » v. not. D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, 9^e éd., pp. 298-299, n° 406-411.

47 Il n'existe pas en droit français de principe général imposant la publicité des sûretés, comme condition de validité de ces dernières (dans la mesure où il n'existe pas non plus de définition légale et générale de ce qu'est une sûreté réelle en droit français). Le droit des sûretés permet en effet que certaines sûretés restent cachées, comme la cession Dailly dont l'efficacité n'est pas subordonnée à l'enregistrement. Une telle situation n'est pas satisfaisante au regard de l'intérêt des autres créanciers. Il doit être possible de pouvoir mettre en place des mécanismes de publicité souples qui ne nécessitent pas que soient identifiés les bénéficiaires des sûretés (amenés à changer, compte tenu du développement croissant du marché secondaire de la dette), ni même que soit énuméré, de manière fastidieuse, l'ensemble des biens grevés, ce qui suppose de reconnaître qu'ils appar-

- ◆ le troisième, les modalités d'exercice du droit des créanciers à réaliser leurs sûretés ;
- ◆ le dernier, l'étendue du droit de priorité sur les biens grevés des créanciers entrant en concours avec d'autres créanciers du même débiteur en cas d'ouverture d'une procédure collective.

29. S'interroger sur les conditions dans lesquelles le droit des sûretés peut être efficace nécessite d'évoquer, dans un premier temps, le lien entre le caractère opposable des droits des créanciers et la création de richesse (1.), puis dans un second temps, les limites éventuelles, mais pas nécessairement souhaitables, à l'opposabilité des droits des créanciers (2.).

1. La reconnaissance du caractère opposable des droits des créanciers titulaires de sûretés et la création de richesse

30. Comme évoqué précédemment, les sûretés facilitent l'accès au crédit. Rendre les droits des créanciers titulaires de sûretés opposables vis-à-vis des autres créanciers (et principalement des créanciers chirographaires) du débiteur défaillant, paraît donc être un impératif⁴⁸. Les enseignements de la recherche en économie du droit et, en particulier, celle des tenants de l'école du prix Nobel Ronald Coase, confortent cette analyse. Comprendre les enseignements de ces études permet de mesurer les conséquences néfastes, pour l'attractivité de notre système juridique, du fossé qui sépare malheureusement aujourd'hui grand nombre d'économistes et de juristes. Ce fossé peut se résumer ainsi :

- ◆ D'un côté, une majorité d'économistes considère, qu'afin de créer les conditions permettant de générer un maximum de richesse (et donc de créer de l'emploi), il est impératif que les créanciers titulaires de sûretés puissent opposer leurs droits aux créanciers chirographaires, même en cas d'ouverture d'une procédure collective, qui les empêche de pouvoir réaliser leurs sûretés (comme c'est le cas en droit français compte tenu de la règle de l'arrêt des poursuites individuelles).
- ◆ De l'autre côté, une majorité de juristes considère que le fait que les créanciers titulaires de sûretés aient l'interdic-

.....
 tiennent à une universalité de fait. Cela suppose d'abandonner le principe de spécialité qui prévaut en matière de publicité et oblige à ce que les actifs grevés soient clairement déterminés. V. sur ce point, les problèmes posés par la législation actuelle sur la publicité en matière de fiducie, B. BOULARD, *op.cit.*, pp. 81-82.

48 Pour qu'un droit soit considéré comme « opposable », il doit faire sentir ses effets à l'égard des tiers, non en soumettant ces tiers aux obligations du fait générateur de ce droit, mais en les forçant à reconnaître l'existence de ce droit et à le respecter comme un élément de l'ordre juridique et à en subir les effets, sous réserve de leur opposition lorsque la loi leur en ouvre le droit, G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 7^e éd., p. 625. Par conséquent, le droit français des procédures collectives qui, entre autres, (i) soumet les créanciers titulaires de sûretés à la règle de l'arrêt des poursuites individuelles, sans chercher au préalable à caractériser le fait que la procédure de sauvetage permettra de préserver davantage de valeur que la liquidation judiciaire avec arrêt de l'activité (justifiant une remise en cause de l'opposabilité des droits dits « accessoires » desdits créanciers, cf. *infra* § 75) et qui (ii) ne respecte pas les droits de priorité convenus contractuellement en garantissant que les créanciers titulaires de sûretés n'auront pas à absorber les pertes, tant que les créanciers chirographaires conserveront des droits, rend ainsi les droits des créanciers titulaires de sûretés inopposables à la procédure collective, cf. § 35. Or, comme cela sera démontré, le droit des procédures collectives ne devrait pas priver les créanciers titulaires de sûretés de l'opposabilité de leurs droits.

tion de réaliser leurs sûretés et, en définitive, soient traités, de manière générale, de la même façon que les créanciers chirographaires pendant la procédure collective, est la meilleure manière de préserver l'activité de la société défaillante et donc de sauver les emplois.

Les développements suivants ont pour but de démontrer que l'approche poursuivie par les économistes est préférable.

31. Les économistes s'interrogent régulièrement sur la manière de concevoir un cadre juridique permettant de créer un maximum de richesse. S'interroger sur la manière de créer un maximum de richesse, c'est s'interroger sur la meilleure manière d'aboutir à une situation économique dite « optimale », dans laquelle nul ne peut s'enrichir au détriment de l'autre. Tendre vers une situation optimale suppose que la valeur de l'usage des actifs dans une économie soit « maximisée ». La valeur de l'usage est maximisée lorsque le droit exclusif d'exploiter lesdits biens revient à la personne qui est la plus disposée à en payer le meilleur prix, c'est-à-dire à verser à tous les tiers susceptibles de faire valoir des droits sur lesdits biens, la somme la plus importante. Dans une telle situation, les tiers parviennent à une situation d'enrichissement maximale, synonyme d'équilibre optimal. Les tiers ne peuvent cependant faire valoir leurs droits, vis-à-vis de la partie désireuse d'avoir un usage exclusif des biens en circulation, qu'à la condition que les droits qu'ils détiennent sur ces biens soient opposables à tous. À défaut, les parties peuvent faire fi des droits des tiers et les actes des parties produisent à l'égard desdits tiers, ce que les économistes appellent des « externalités »⁴⁹. On déduit de ce qui précède, que les échanges entre les parties ne permettent d'aboutir à des situations d'équilibre optimal, qu'à la condition que les droits des tiers leur soient opposables. Il est donc bien dans l'intérêt de la collectivité de rendre à la fois les droits des parties et des tiers opposables, les uns envers les autres.

32. Si ce principe est loin de faire l'unanimité chez les juristes, il est acquis chez la majorité des économistes. Le théorème de Coase, auquel se réfèrent souvent ces derniers, résume la démonstration précédente de la manière suivante : la valeur de l'usage des actifs peut être maximisée à la condition, qu'entre autres⁵⁰, l'allocation des droits de propriété soit clairement établie⁵¹. À travers l'emploi des termes « droits de propriété »⁵², il faut en réalité entendre le terme « droits réels », c'est-à-dire non seulement :

.....
 49 Les « externalités » sont définies comme les conséquences positives ou négatives de l'interdépendance des agents économiques qui échappent au système d'appréciation du marché, *Lexique d'économie*, Dalloz, 12^e éd., 2012, p. 337. En d'autres termes, il s'agit des conséquences du fait que l'acte de production ou de consommation d'un agent économique influe positivement ou, comme c'est le cas en l'espèce, négativement sur la situation d'un ou plusieurs autres agents (les tiers), sans que cette relation fasse l'objet d'une compensation monétaire.

50 Il faut également que la négociation entre les parties soit libre des coûts dits de transaction. Sur la définition des coûts de transaction, v. not. : E. MACKAAY, S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, Dalloz, 2^e éd., 2008, p. 197, n° 726 ; S. SAUSSIER, A. YVRANDE-BILLON, *Économie des coûts de transaction*, La Découverte, 2007, p. 6.

51 Pour une description précise du théorème de Coase, voir S. VERMEILLE, *L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO*, à paraître, RDTF n° 2-2014.

52 Afin de pouvoir atteindre une situation d'optimalité économique, basée sur des transferts de droits de propriété, il est nécessaire de s'intéresser à la définition économique du droit de propriété. V. not. à ce sujet, E. G. FURUBOTN, S. PEJOVICH, *Property Rights and Economic Theory : A Survey of Recent Literature*, Journal of Economic Literature, vol. 10, n° 4

- ◆ les droits de propriété *stricto sensu*⁵³ ; mais aussi
- ◆ les droits réels dits « *de garantie* » ou « *accessoires* » que les créanciers titulaires de sûretés ont sur les actifs grevés⁵⁴.

33. En appliquant le théorème de Coase au contexte d'une entreprise défaillante, il est possible de déduire de ce qui précède que, si les droits des créanciers titulaires de sûretés ne sont pas respectés lors de la procédure collective, autrement dit, si les créanciers ne sont pas en mesure de faire valoir leur droit à ne pas être moins bien traités qu'en cas de liquidation judiciaire avec arrêt de l'activité, c'est-à-dire leurs droits de priorité vis-à-vis des autres créanciers, le droit ne permet pas de tendre vers une situation économiquement optimale. Les créanciers financiers vont prendre des décisions dites « *sous-optimales* » et renoncer, par exemple, à financer des projets pourtant suffisamment créateurs de valeur, de sorte que les créanciers auraient pu espérer un remboursement avec une probabilité plus que raisonnable.

34. Ne pas garantir pleinement le caractère opposable des droits des créanciers au travers de la loi crée non seulement une incertitude supplémentaire pour les créanciers (qui se rajoute au risque classique de non-recouvrement de leur créance), mais aussi des conséquences significatives pour l'économie, compte tenu des difficultés supplémentaires à se financer.

35. À cet égard, les droits des créanciers titulaires de sûretés sont pleinement opposables à la condition que les règles de la procédure collective garantissent, en cas de poursuite de la vie de l'entité juridique, qu'il ne sera pas exigé de ces créanciers 1° d'être moins bien traités qu'en cas de liquidation judiciaire avec arrêt de l'activité et 2° d'absorber les pertes de l'entreprise, aussi longtemps que les actionnaires et les créanciers chirographaires auront encore des droits sur l'entité juridique (c'est-à-dire, tant que ces deniers n'auront pas absorbé les pertes qui leur reviennent, dans la limite de leur contribution au sein de la société, que ce soit sous forme d'apport en capital ou de mise à disposition de fonds remboursables). À défaut, leur droit de priorité serait vidé de sens. Il est important de souligner que les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés sont opposables aux autres créanciers à la hauteur de la valeur de ces droits (comme le serait n'importe quel droit des tiers si l'on reprend le raisonnement précédent expliquant le théorème de Coase). Autrement dit, les droits des créanciers titulaires de sûretés sont prioritaires à hauteur de la valeur de marché des actifs grevés. Si le montant de leurs créances sur leur débiteur est supérieur à cette valeur de marché, les créanciers titulaires de sûretés devront alors être

pp. 1137-1162, dec. 1972 ; H. DEMSETZ, *Toward a Theory of Property Rights*, The American Economic Review, vol. 57, n° 2, Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 347-359, may 1967, qui reconnaît aux droits de propriété une fonction *primordiale* d'allocation des richesses.

53 Il peut ici être rappelé que la Cour Européenne des Droits de l'Homme a pu considérer que les titres de créance pouvaient s'analyser en un bien pouvant faire l'objet d'un droit de propriété : CEDH, 9. déc. 1994, affaire *Raffineries grecques Stran et Stratis Andreadis c/ Grèce*, A301-B (1994), paragraphe 60. La même solution a été rendue en matière de titres de capital (affaire *Bramelid et Malmström c. Suède*, décision de la Commission, 12 oct. 1989, Requêtes n°8588/79, 8589/79, DR n°29). La jurisprudence du Conseil constitutionnel abonde dans le même sens en reconnaissant l'exercice d'un droit de propriété sur des titres de capital (*Cons. const.*, 16 janvier 1982, déc. n°81-132 DC) et sur des titres de créances (*Cons. const.*, 10 janvier 2001, déc. n°2000-440 DC).

54 Cf. *supra* note n° 40.

considérés en partie comme des créanciers chirographaires, à hauteur de la différence.

36. Plus simplement, rendre opposables les droits des créanciers titulaires de sûretés doit conduire la procédure collective à traiter systématiquement ces derniers de manière différente par rapport aux autres créanciers, et ce, peu important que la procédure collective conduise au sauvetage de l'entité juridique ou à sa liquidation. Plus précisément, la procédure collective ne doit pas moins bien traiter les créanciers titulaires de sûretés que s'ils avaient pu réaliser leurs sûretés. Ce n'est possible qu'à deux conditions :

- ◆ que la procédure collective et, en particulier les différentes procédures de « *sauvetage* », permette le maintien sur le marché d'entités juridiques dont l'activité est viable, autrement dit que le sauvetage de l'entreprise permette de générer un surcroît de valeur. À défaut, la poursuite de l'activité de l'entreprise défaillante ne permet pas d'aboutir à une situation optimale puisque les actifs de l'entreprise défaillante auraient été mieux utilisés ailleurs et, dans cette situation, les créanciers titulaires de sûretés auraient intérêt à l'arrêt de l'activité de la société défaillante afin de pouvoir se faire payer sur le produit des actifs ; et, dans le prolongement,
- ◆ que si l'activité de la société est viable mais que celle-ci est insolvable, qu'il ne soit pas exigé des créanciers titulaires de sûretés d'absorber les pertes avant ou de manière identique aux autres créanciers (en ce inclus les actionnaires).

37. En ce qui concerne la première condition, celle-ci ne peut être totalement remplie en droit français car même si la société est manifestement non viable, tant qu'elle n'est pas en état de cessation des paiements, l'arrêt de l'activité de la société ne peut être prononcé. Ainsi, l'impossibilité de transformer une procédure de sauvegarde en une procédure de liquidation judiciaire en amont de la cessation des paiements est susceptible de conduire le tribunal de commerce à permettre les tentatives de sauvetage de sociétés à l'activité non viable, faute d'alternative. En ce qui concerne la seconde condition, comme il a été évoqué à d'autres occasions et le sera dans une étude ultérieure⁵⁵, le droit français des entreprises en difficulté ne permet pas de garantir le respect du droit de priorité des créanciers titulaires de sûretés. À titre d'illustration, en cas de vote d'un plan de continuation en comité des créanciers, les créanciers titulaires de sûretés peuvent voir leurs créances être automatiquement rééchelonnées par le juge, de la même manière que les créanciers chirographaires, c'est-à-dire à un taux similaire à celui décidé contractuellement initialement par les parties⁵⁶. Or, un rééchelonnement des créances à un taux d'intérêt constant conduit nécessairement à un appauvrissement de la valeur économique de la créance des titulaires de sûretés, ces derniers ne pouvant, en cas de cession de leurs créances à un tiers, être pleinement remboursés (en tenant compte notamment de la valeur « *temps* »). L'appauvrissement des créanciers titulaires de sûretés est donc similaire à celui des créanciers chirographaires, en contradiction avec les accords initiaux. Il n'est donc pas surprenant de constater le désintérêt de la pratique pour les sûretés traditionnelles en France, comme le nantis-

55 S. VERMEILLE, A. BEZERT, *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit – Suite – Étude des effets pervers pour notre économie d'un droit des procédures collectives et des sûretés imperméable aux enseignements de l'analyse économique du droit*, op. cit.

56 S. VERMEILLE, R. BOURGUEIL, A. BEZERT, op. cit., p. 24, n° 34.

ment du fonds de commerce⁵⁷. Ceci est source d'un grand nombre d'effets pervers pour nos entreprises.

38. Il doit être souligné que les conséquences du caractère non opposable des droits des créanciers dans la procédure collective sont difficilement quantifiables. Elles ne sont mesurables que par comparaison avec les exemples à l'étranger⁵⁸. Par exemple, un des arguments en faveur d'une réforme des procédures collectives en France est le constat de l'absence d'un véritable marché du financement des entreprises entrant en procédure collective, contrairement à ce qui existe aux États-Unis⁵⁹.

39. En résumé, le droit des sûretés ne peut faciliter l'accès des entreprises au crédit qu'à la condition que les droits des créanciers soient opposables en toutes circonstances, et ce, même en cas d'ouverture d'une procédure collective sur l'emprunteur. À défaut, le droit des sûretés ne peut être efficace et, de la même manière, l'efficacité des conventions de rang ne peut être garantie⁶⁰. Garantir le caractère opposable des droits des créanciers titulaires de sûretés, c'est traiter différemment les créanciers titulaires de sûretés des créanciers chirographaires, en fonction de la valeur économique des actifs grevés. Ce traitement plus favorable n'est pas uniquement dans l'intérêt des parties directement concernées mais est également dans l'intérêt de la collectivité, dans la mesure où l'accès au crédit est indispensable au financement de l'économie.

57 En ce qui concerne le nantissement du fonds de commerce, la critique la plus évidente est que l'assiette de cette sûreté diminue au fur et à mesure que les difficultés de l'entreprise, contre lesquelles le créancier bénéficiaire de cette sûreté devrait être prémuni, augmentent. Ce problème est manifeste en droit français dans la mesure où la procédure collective ne permet pas aux créanciers titulaires de sûretés ni de réaliser leurs sûretés ni de pouvoir prendre le contrôle de la société, dès lors que cette dernière est insolvable, et ce, tant que la société n'est pas en état de cessation des paiements. Cette situation qui prévaut quel que soit le type de sûretés consenties est encore plus problématique pour les titulaires d'un nantissement sur le fonds de commerce. En effet, même dans l'hypothèse d'une cessation des paiements, il y a peu de chance que les bénéficiaires du nantissement puissent récupérer, d'une manière ou d'une autre, un fonds de commerce ayant une valeur significative en raison des défauts de la procédure de redressement judiciaire (préférence pour le plan continuation par rapport au plan de cession et en cas de plan de cession, possibilité de vendre l'ensemble des actifs pour un euro). S. VERMEILLE, A. BEZERT, *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit – Suite – Étude des effets pervers pour notre économie d'un droit des procédures collectives et des sûretés imperméable aux enseignements de l'analyse économique du droit*, op. cit. V. également, N. DISSAUX, *Fonds de commerce – Nantissement*, JCl. Commercial, Fasc. 206, 15 déc. 2010, point 4. V. cependant *contra*, P. DENIAU, P. ROUAST-BERTIER, *Les sûretés réelles dans les financements de projet après l'ordonnance du 23 mars 2006*, Rev. dr. banc. fin. n° 4, juil. 2008, étude 13.

58 Il est précisé qu'une incertitude est un risque dont les parties ne comprennent pas la distribution, autrement dit qu'elles ne peuvent pas maîtriser et contre lequel elles ne peuvent pas s'assurer, c'est un problème bien plus préoccupant pour les créanciers que le risque que leur emprunteur fasse défaut, dans la mesure où ce risque là peut être maîtrisé, à condition de faire l'effort de relever tous les paramètres macro-économiques et micro-économiques qui permettent de le déterminer.

59 A. PERES, Ch. PERCHET, J. LOGET, H. SCHLUMBERGER, *Juridiction française : Quelle réforme du droit des faillites ?*, op. cit. ; S. VERMEILLE, *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*, op. cit.

60 Cf. § 67.

2. La remise en cause du caractère opposable des droits des créanciers titulaires de sûretés

40. En dépit de ce qui vient d'être exposé, il arrive régulièrement que la procédure collective ne reconnaisse que partiellement les droits des créanciers titulaires de sûretés, et remette donc en cause le caractère opposable de leurs droits. Le législateur est en effet souvent enclin à modifier l'allocation des droits des différentes catégories de créanciers (en ce inclus les actionnaires) au cours de la procédure collective ouverte sur un débiteur, et ce, en violation des accords antérieurs, fixant l'ordre de paiement et d'absorption des pertes⁶¹. Le législateur ne mesure malheureusement pas forcément les conséquences de l'immixtion trop importante de la loi dans les accords de départ et, par conséquent, les effets produits sur le comportement des créanciers. Souvent, il ne mesure pas le risque que les créanciers prennent, en conséquence, des décisions économiquement sous-optimales. L'objectif des développements qui suivent est donc d'envisager si et, éventuellement, dans quelle mesure, le législateur peut ne pas reconnaître pleinement les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés durant la procédure collective et quelles sont les raisons susceptibles de motiver son choix.

41. Lorsqu'il s'agit de porter atteinte aux droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés dans la procédure collective, il est impératif de distinguer deux types de situations bien différentes :

- ◆ d'une part, les situations dans lesquelles le gain que tirent les créanciers titulaires de sûretés de leur situation de créanciers privilégiés entraîne un appauvrissement corrélatif d'un tiers, appauvrissement supposé injuste. Dans cette hypothèse, un transfert de richesse « indu » s'opérerait au détriment d'autres créanciers. Dans ce scénario, il semblerait alors légitime que les droits de la partie subissant l'effet d'appauvrissement soient rétablis ; nous verrons que contrairement à l'intuition première, les transferts de richesse indus au profit des créanciers titulaires de sûretés et au détriment des autres créanciers ne sont pas si évidents et qu'il est donc difficile pour la loi d'établir des solutions définitives à partir d'exemples isolés (2.1.) ; et
- ◆ d'autre part, les situations dans lesquelles, il existe des intérêts jugés supérieurs à ceux des créanciers titulaires de sûretés (qui sont en principe les créanciers financiers). Ces intérêts justifient alors que les droits de ces derniers ne soient pas pleinement reconnus, autrement dit, qu'un transfert de richesse partiel (voire complet, en fonction des montants) s'opère au profit de ces intérêts supérieurs (en particulier ceux du Trésor public et des salariés) et au détriment des créanciers titulaires de sûretés (2.2.).

2.1. Limites à l'opposabilité en raison des transferts de richesse opérés par l'octroi de sûretés

42. Il est envisageable de remettre en cause les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés, au motif que leur mise en œuvre conduirait à un appauvrissement corrélatif des autres

61 Cet ordre de paiement et d'absorption des pertes tient compte du contrat implicite (le contrat social) qui a été conclu entre les actionnaires et les créanciers, des accords de subordination entre les différentes catégories de créanciers et des sûretés réelles qui confèrent un droit de priorité aux créanciers à la hauteur de la valeur des actifs grevés.

créanciers, et ce, même si l'octroi de sûretés est une condition d'obtention d'un nouveau prêt pour la société. Ce n'est, en effet, pas parce que l'octroi d'une sûreté est une condition d'obtention d'un prêt, qu'assurer le respect des droits des créanciers titulaires de sûretés, vis-à-vis des autres créanciers, est *toujours* dans l'intérêt des créanciers de la société antérieurs à l'obtention du prêt. Les créanciers antérieurs de la société n'ont en effet pas forcément intérêt à ce que leur société conclue un tel prêt (et encore moins octroie des sûretés). Tel est le cas, lorsque le prêt doit servir au financement de projets d'investissement présentant un risque élevé d'échec, (l'échec se matérialisant lorsque lesdits projets sont insuffisamment rentables pour rembourser les dettes ayant permis le financement du projet en cause). Dans ce scénario, les droits des créanciers antérieurs dans la société seraient automatiquement dilués par l'effet de la souscription du nouveau crédit et de l'octroi de sûretés au profit de tiers (leur risque de crédit serait alors plus élevé). Sous réserve du strict respect des droits des créanciers titulaires de sûretés, la matérialisation du risque, conduisant à un défaut de la société, entraînerait alors un préjudice pour ses créanciers chirographaires en particulier. La société défaillante serait par conséquent en mesure de rembourser seulement les créanciers titulaires de sûretés au détriment des créanciers chirographaires.

43. Un exemple permet d'illustrer ce point.

Prenons pour hypothèse que la valeur d'entreprise d'une société A est égale à 50 et qu'elle contracte un nouveau crédit d'un montant de 100, afin de financer l'acquisition d'une société B au prix 100. Supposons que les créanciers parviennent à obtenir une sûreté grevant l'ensemble des actifs de A et que l'acquisition de la société B s'avère finalement très décevante (ses résultats opérationnels étant inférieurs aux prévisions) de sorte que la rentabilité de la société A est très fragilisée. Supposons également que la société A fasse défaut sur son prêt et que, dans le cadre de la procédure collective, un tiers offre 100 pour l'acquisition de l'ensemble des actifs de A, en ce compris la société B. Si les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés, qu'ils détiennent vis-à-vis des tiers, sont strictement respectés, ceux-ci pourront être intégralement remboursés grâce au produit de la vente. Les créanciers chirographaires de la société A ne pourront pas, en revanche, être remboursés. Or, rien ne serait arrivé si les créanciers financiers n'avaient pas accepté de financer la société. Cette situation peut ainsi paraître injuste, d'autant plus que les créanciers qui ont financé l'acquisition de la société B sont des professionnels du secteur et, qu'en conséquence, ils auraient dû savoir que les prévisions de trésorerie de la société B, à partir desquelles le prix d'acquisition a été fixé, étaient irréalistes. Dans ces conditions, on peut se demander s'il est légitime que la loi protège ainsi le créancier financier au détriment des créanciers antérieurs. Doit-on considérer que l'octroi des sûretés a opéré un transfert de richesse injuste au détriment de ces derniers ? Doit-on pour ce motif, considérer que seule, par exemple, la moitié de la créance des titulaires de sûretés doit être prioritaire, afin que les créanciers chirographaires puissent, *pari passu*, avec les titulaires de sûreté, se faire rembourser à partir des 50 restant ?

44. Cet exemple doit nous amener à nous interroger sur l'existence d'autres motifs que le seul critère de l'efficacité économique pouvant justifier une reconnaissance seulement partielle des droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés ? Cette question revient à s'interroger sur la légitimité des droits des créanciers titulaires de sûretés et met en lumière les limites de l'application stricte du théorème

de Coase à certaines situations, principalement lorsque la répartition initiale des droits de propriété est jugée injuste (parce que, par exemple, au cas présent, les petits fournisseurs ne seront jamais en situation de pouvoir exiger l'octroi de sûretés contrairement aux créanciers financiers). Pour les tenants de l'analyse économique du droit, seul compte le fait que l'allocation des droits de propriété soit clairement établie, peu important l'allocation initiale des droits de propriété. Le théorème de Coase est utile aux fins de concevoir des règles efficaces sur un plan économique. Il ne s'intéresse pas à autre chose.

45. Sur cette question, il a existé, un temps, un vif débat dans le milieu académique américain dans les années 1990⁶². Pour certains, la procédure collective ne devrait pas garantir le caractère opposable des droits des créanciers titulaires de sûretés dans leur totalité. Deux arguments sont principalement invoqués :

- ◆ Le premier argument est que le transfert de richesse est injuste car réalisé au détriment des créanciers chirographaires, placés dans une situation par essence inégalitaire par rapport aux créanciers financiers, justifiant un traitement plus favorable de leurs droits. Aux États-Unis, cet argument n'a pas emporté la conviction du législateur. L'hypothèse de transferts de richesse indus n'est pas si aisément avérée, tant du point de vue des fournisseurs que des créanciers involontaires (2.1.1.).
- ◆ Le second argument est que le transfert de richesse devient injuste lorsque la défaillance de la société emprunteuse est due en partie à la faute du créancier financier ayant exigé l'octroi des sûretés. Ainsi, se sachant protégés grâce à leurs sûretés, les créanciers financiers pourraient être incités à prêter avec légèreté aux sociétés, sachant que d'autres auraient à subir, le cas échéant, les conséquences de leurs actes. Nous verrons les raisons pour lesquelles, ce second argument peut justifier une remise en cause du droit de priorité des créanciers titulaires de sûretés, mais seulement au cas par cas et, sous le contrôle du juge (2.1.2.).

2.1.1. Un transfert de richesse injuste en raison de la situation inégalitaire des différents créanciers

46. Tant du point de vue des fournisseurs que des créanciers involontaires à la procédure, il ne semble pas pertinent de limiter l'opposabilité des droits des créanciers titulaires de sûretés pour les raisons suivantes :

47. En ce qui concerne spécifiquement les fournisseurs, ces derniers ont les moyens de réagir face à l'augmentation du risque de non-recouvrement de leurs créances résultant, par exemple, d'un projet d'investissement financé à crédit qui s'avère finalement une mauvaise opération pour la société. Les fournisseurs peuvent, par exemple, exiger que les délais de paiement soient réduits, voire qu'ils soient payés comptant. Par ailleurs, les fournisseurs sont *de facto* payés en priorité par rapport aux créanciers financiers qui ont exigé des

62 L. A. BEBCHUK, J. FRIED, *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, Yale Law Journal, vol. 105, pp. 857-934 (1996) ; S. SCHWARCZ, *The easy case for the priority of secured claims in bankruptcy*, Duke Law Journal, vol. 27, pp. 426-489 (1997) ; L. A. BEBCHUK, J. FRIED, *The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy : further thoughts and a reply to critics*, Cornell Law Review, vol. 82, pp. 1279-1348 (1997).

sûretés. Leurs délais de paiement sont en effet généralement bien inférieurs à ceux des créanciers financiers. S'ils considéraient que le risque de non-recouvrement est trop important, ils peuvent stopper leurs relations commerciales⁶³. Cela suppose bien entendu que les fournisseurs soient au courant de la situation financière de leur partenaire, ce qui n'est pas toujours le cas, parce qu'ils ne jugent pas suffisamment utile de s'informer ou parce que, malheureusement, la loi n'est pas suffisamment sévère avec les entreprises qui ne déposent pas leurs comptes⁶⁴. En tout état de cause, en ne remettant pas en cause le droit de priorité des créanciers financiers, il serait mis fin plus rapidement à des situations dans lesquelles des sociétés non viables continuent à faire affaire avec des fournisseurs complaisants. Il peut par ailleurs arriver que les créanciers financiers renoncent volontairement à rendre leurs droits de priorité opposables aux créanciers fournisseurs. Cette situation s'observe notamment lorsque les difficultés de la société sont essentiellement de nature financière et que l'activité opérationnelle reste profitable (par exemple, parce que la société s'est beaucoup endettée pour financer des acquisitions qui s'avèrent moins rentables que prévu). Les créanciers financiers n'ont en effet pas intérêt à faire supporter les pertes aux fournisseurs lorsque le maintien des bonnes relations avec ces derniers est indispensable à la poursuite de l'activité⁶⁵.

48. Le problème est plus délicat en ce qui concerne les créanciers involontaires de la société qui n'entretiennent pas de relations d'affaires avec cette dernière. Ces créanciers existent, par exemple, à la suite d'une action en responsabilité délictuelle. La question du sort du créancier involontaire se pose avec davantage d'acuité aux États-Unis qu'en Europe. Des travaux académiques ont permis de mettre en évidence l'absence de transferts de richesse indus systématiques dans les entreprises dont l'activité est par essence, source de nombreuses actions en responsabilité (par exemple, dans l'industrie du tabac⁶⁶). Il s'avère que les créanciers financiers ne comptent pas particulièrement sur les créanciers involontaires pour absorber les pertes. À ratios financiers comparables, il n'y a pas plus de créanciers titulaires de sûretés dans les sociétés productrices de tabac qu'ailleurs. Ces mêmes

travaux ont mis en évidence qu'il risquait d'y avoir plus d'inconvénients que d'avantages à favoriser les créanciers involontaires par rapport aux créanciers financiers⁶⁷.

49. Quant aux créanciers financiers antérieurs de l'emprunteur qui viendrait à faire défaut postérieurement à l'octroi d'un crédit pour les besoins duquel le créancier a exigé la constitution de garanties, ils sont en mesure de pouvoir se protéger en insérant des clauses de *pari passu* dans leur documentation financière⁶⁸.

50. En conclusion, une reconnaissance partielle systématique des droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés risque de présenter plus d'inconvénients (en poussant des créanciers financiers à prendre des décisions d'investissement sous-optimales) que d'avantages. Il semble donc préférable que la procédure collective permette de garantir l'opposabilité complète des droits des créanciers.

2.1.2. Le caractère injuste du transfert de richesse en raison de la faute du créancier financier privilégié

51. Si l'existence d'une faute peut justifier la remise en cause des droits de priorité des créanciers (voire même de leur statut de créanciers), la modification de leurs droits ne peut nécessairement se faire qu'au cas par cas, à la suite d'une action en responsabilité et non en vertu d'un principe général inséré dans la loi.

52. L'hypothèse d'un transfert de richesse injuste en raison d'une faute du créancier financier exigeant des sûretés s'est en particulier posée dans les montages LBO. La question de la légitimité de l'octroi des sûretés se pose davantage dans la mesure où cet octroi n'est pas réalisé en considération de la mise à disposition de fonds destinés directement à la société, dont il est envisagé de grever les actifs, mais au bénéfice d'une société tierce, comme la holding d'acquisition dans le cadre d'une opération de LBO. Il est vrai que, dans cette hypothèse, non seulement (i) le risque de défaillance de la société cible (ou de la holding d'acquisition en l'absence de fusion avec la société cible) est, compte tenu du recours à la dette, plus élevé qu'ailleurs, mais aussi (ii) les créanciers antérieurs à la réalisation de l'opération bénéficient très indirectement de l'opération de LBO. Pour ces raisons, la légitimité de l'octroi de sûretés par la société cible elle-même peut alors faire débat.

53. À ce stade, nous nous limiterons à faire remarquer que :

- ◆ même s'il est avéré que les créanciers ont fait preuve de légèreté en donnant leur accord pour l'octroi d'un prêt et n'ont pas suffisamment pris en compte l'état financier de la société avant de prendre leur décision d'investissement, il est important de ne pas systématiquement réduire les droits de priorité des créanciers financiers sur ce seul motif. Les créanciers financiers réagiraient en prenant à l'avenir des décisions d'investissement sous-optimales. Même dans le cas particulier des LBO, des études sérieuses et indépendantes semblent attester du fait que le marché du LBO

63 Il convient cependant de noter que certaines législations peuvent restreindre cette capacité des fournisseurs à mettre fin rapidement à leur relation avec leur cocontractant. L'article L. 442-6-I-5° du Code de commerce qui sanctionne le fait de rompre brutalement, même partiellement, une relation commerciale établie, sans préavis écrit tenant compte de la durée de la relation commerciale et respectant la durée minimale de préavis déterminée, en référence aux usages du commerce, par des accords interprofessionnels, en est un parfait exemple. Au regard de ce texte d'ordre public, un fournisseur craignant de ne pouvoir être payé par son débiteur, compte tenu de la dégradation de la santé financière de ce dernier, ne pourra mettre fin à sa relation commerciale qu'en respectant un préavis écrit, ou en cas de force majeure ou d'inexécution de ses obligations par son débiteur. Dans le cas contraire, sa responsabilité pourra être engagée sur le fondement du texte précité.

64 De ce point de vue, la proposition faite initialement dans le cadre du choc de simplification de supprimer pour les TPE l'obligation de déposer leurs comptes n'était pas satisfaisante : http://lentreprise.lexpress.fr/droit-des-societes/pourquoi-la-fin-de-la-publication-des-comptes-des-tpe-ne-change-rien_40287.html. On notera qu'au Royaume-Uni, les entreprises qui ne déposent pas leurs comptes sont automatiquement radiées.

65 C'est dans cet esprit qu'a été conçue la procédure de sauvegarde financière accélérée. Sur son application pratique, v. not. H. BOURBOULOUX, D. BOMPOINT, C. BASSE, P. DUBOIS, *La sauvegarde financière accélérée*, Rev. proc. coll. n° 3, mai 2011, entretien 2.

66 Y.-J. LISTOKIN, *Is Secured Debt Used to Redistributive Value from Tort Claimants in Bankruptcy? An Empirical Analysis*, 15 juin 2006, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=909225> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.909225>.

67 *Ibid.*

68 Dans le cadre des conventions de crédit, les banques peuvent imposer le respect de certaines conditions. La clause de *pari passu* est celle qui oblige l'entreprise à faire bénéficier le prêteur de toutes les garanties supplémentaires qu'elle sera amenée à donner lors de crédits futurs de même rang.

créée globalement de la valeur pour la collectivité⁶⁹. Sans nier l'existence de nombreux cas d'abus, il n'est donc pas justifié de considérer que ce sont des opérations menant systématiquement à du vampirisme financier⁷⁰ ;

- ◆ en conséquence, il est permis de douter de la pertinence de la prohibition de l'assistance financière (et donc de l'interdiction de l'octroi de sûretés par la société cible au profit du véhicule d'acquisition qui s'avère être l'emprunteur), d'autres moyens de protection des créanciers antérieurs – moins contraignants qu'une interdiction pure et simple – doivent être envisagés afin de protéger les droits des créanciers de la société cible, antérieurs à l'opération d'acquisition⁷¹.

54. Dans certains cas particuliers, lorsqu'il est véritablement avéré que les actes des créanciers financiers ont causé un dommage à un tiers et que ces créanciers savaient par avance qu'ils n'auraient pas à le réparer, la mise en cause de leur responsabilité doit être envisagée⁷². Il est difficile d'imaginer qu'une telle situation puisse naître du seul fait que les créanciers financiers aient accepté de prêter leur concours à une société. C'est plutôt lors de l'apparition des premières difficultés, qu'éventuellement, la responsabilité de ces créanciers pourrait être envisagée, sous réserve encore de démontrer que ceux-ci étaient placés dans une situation d'aléa moral⁷³. Les États-Unis, comme l'Allemagne, connaissent ainsi la sanction dite de l'« *equitable subordination* » pouvant conduire à traiter des créanciers financiers titulaires de sûretés, comme des actionnaires dans la procédure collective, ce qui revient à les forcer à absorber les pertes de l'entreprise en premier⁷⁴.

55. La remise en cause des droits de priorité des créanciers financiers, sur le fondement de leur faute, doit donc être clairement encadrée afin d'encourager les comportements vertueux des différents acteurs.

69 S. VERMEILLE, *L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO*, à paraître.

70 *Ibid.*

71 *Ibid.* Il est davantage souhaitable, au travers de la réglementation bancaire, de s'assurer indirectement que les créanciers soient vigilants et n'assouplissent pas leurs conditions d'obtention de crédit et ce, même s'ils bénéficient de sûretés. Une autre option est de plafonner la déductibilité des intérêts de la dette.

72 Pour une analyse approfondie des conditions de la mise en jeu de cette responsabilité : M. ROE, F. TUNG, *Breaking Bankruptcy Priority : How Rent-Seeking Upends the Creditors' Bargain*, *Virginia Law Review*, vol. 99, n° 6 (2013).

73 L'« *aléa moral* » se caractérise par un comportement opportuniste probable d'une partie qui n'assume pas intégralement le coût de ses initiatives à l'égard d'une autre, *Lexique d'économie*, Dalloz, 12^e éd., 2012, p. 33. Afin de lutter contre certaines situations d'aléa moral, le droit français dispose pour sa part que 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 (article L. 650-1 du Code de commerce, introduit par l'article 129 de l'ordonnance du 18 décembre 2008).

74 Article 510(c) de l'U.S.C. pour les États-Unis. R. PARDO, *Beyond the limits of equity jurisprudence : no-fault equitable subordination*, *New York University Law Review*, vol. 75, n° 5 (2000). Cette sanction paraît bien plus efficace que la mise en jeu de la responsabilité délictuelle pour faute des créanciers financiers, puisqu'elle conduit à rétablir les droits des seuls créanciers chirographaires. En comparaison, le produit de l'action délictuelle pour faute a pour effet d'enrichir la société et donc indirectement les actionnaires. Elle suppose par ailleurs qu'elle soit mise en œuvre postérieurement à la procédure collective, alors que l'*equitable subordination* a le mérite de produire des effets durant la procédure collective.

2.2. La protection de certains créanciers à travers l'instauration de privilèges spéciaux

56. Les droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés peuvent être également remis en cause, en raison de l'existence d'intérêts jugés supérieurs à ceux des créanciers financiers. Le droit des procédures collectives confère ainsi des privilèges légaux à certaines catégories de créanciers qui ont pour effet de remettre en cause le droit de priorité des créanciers titulaires de sûretés⁷⁵.

57. Nous limiterons nos développements aux privilèges du Trésor public et des salariés, qui se retrouvent quel que soit le type de procédure collective ouverte. Si ces privilèges légaux peuvent *a priori* paraître légitimes, il est important de souligner que le risque de conséquences contreproductives est élevé compte tenu des effets de ces privilèges sur le comportement des créanciers financiers lorsque ces derniers sont sollicités afin d'apporter leur concours à une société connaissant des difficultés. Le risque que ces derniers adoptent des décisions sous-optimales, et donc de sous-investissement dans l'entreprise défaillante, est alors important.

2.2.1. Le privilège des salariés

58. Les salariés sont bien souvent les plus directement concernés par les difficultés de l'entreprise. Contrairement aux créanciers financiers, ils ne peuvent pas diversifier leur risque, ce qui les assure contre le risque que leur entreprise ferme. La question au cas présent n'est pas de savoir si ces derniers « méritent » ou non de recevoir les indemnités garanties par leurs privilèges⁷⁶. La question est plutôt de savoir si utiliser la procédure collective comme mécanisme d'indemnisation des salariés (à travers un privilège légal important) est le meilleur moyen de préserver les intérêts de ces derniers, à la fois :

- ◆ à court terme, pour ceux qui perdraient leurs emplois ; et
- ◆ à long terme, pour ceux qui parviendraient à conserver leur emploi dans une entreprise qui risquerait d'être fragilisée en cas de sous-investissement des créanciers par la suite.

75 La démarche consistant à ajouter de nouveaux privilèges sans supprimer les anciens conduit à un affaiblissement corrélatif de ces anciens privilèges, dont la suppression serait, d'un point de vue politique, difficilement justifiable. Or l'octroi continu de privilèges au sein du droit des sûretés se révèle peu utile, si des privilèges de rang supérieur sont créés au sein même du droit des procédures collectives. Cet état de fait conduit inexorablement à une situation de confusion, affaiblissant le système de protection du crédit et par là-même la confiance des investisseurs. J. M. GARRIDO, *The Distributional Question in Insolvency : Comparative Aspects*, *International Insolvency Review*, vol. 4, pp. 34-37 (1995).

76 Le privilège général des salariés garantit en principe les rémunérations de toute nature des six derniers mois de travail lorsqu'elles sont acquises avant le jugement d'ouverture, ainsi que la plupart des indemnités dues au salarié. Pour cette raison, les sommes faisant l'objet du privilège général des salariés peuvent être particulièrement conséquentes. Le « *superprivilège* » des salariés garantit pour sa part le paiement des rémunérations de toute nature des soixante derniers jours de travail (quatre-vingt dix jours pour les VRP). Pour plus de précisions sur l'étendue des privilèges des salariés, v. not. A. JACQUEMENONT, *Privilèges des salariés et garanties de paiement*, JCl. Procédures collectives, Fasc. 2450 ; P.-M. LE CORRE, *Droit et pratique des procédures collectives*, Dalloz Action, 2012/2013, n° 691-11 à 691-32.

59. Un exemple permet d'illustrer ce point.

Prenons l'hypothèse d'une société connaissant des difficultés financières, qui n'a pas encore ouvert de procédure collective, mais qui est proche de la cessation des paiements. Elle ne peut espérer que son activité se redresse qu'à la condition qu'elle puisse obtenir de ses créanciers qu'ils lui apportent à nouveau leur concours à hauteur d'une somme égale à 100. Cette somme doit permettre à la société de financer un projet d'investissement lui permettant de faire un saut technologique, indispensable à la poursuite de son activité. Imaginons qu'avec ses 100, la probabilité que la société arrive à créer 140 de valeur est de 50 %, la probabilité de créer 160 est de 25 % et, qu'enfin, la probabilité de créer 120 est de 25 %. Le prêt est sur deux ans et le montant total des intérêts est de 10. Compte tenu de la situation financière délicate de la société, les créanciers exigent également l'octroi de sûretés réelles, supposées leur garantir qu'ils seront payés en priorité par rapport aux créanciers chirographaires. Compte tenu de la probabilité moyenne de création de valeur (140) du projet d'investissement envisagé et des écarts type, la société ne devrait en principe avoir aucun mal à convaincre des prêteurs (il est supposé que le droit garantisse bien le respect des droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés). Imaginons cependant que la société envisage parallèlement de réaliser un plan social d'entreprise dont le coût est égal à 50. Le montant correspond à l'indemnité à verser aux 50 employés licenciés sur les 250 salariés que compte la société. Imaginons que la totalité de cette créance bénéficie d'un privilège légal en cas d'ouverture d'une procédure collective. En conséquence, ce n'est donc plus une somme égale à 100, mais une somme égale à 150 qui est demandée aux prêteurs. On comprend que dans l'hypothèse où le prêt ne permet pas de générer 160 (soit une probabilité de 75 %, compte tenu du fait que la probabilité de créer 120 est de 25 % et la probabilité de créer 140 est de 50 %), et que la société doive ouvrir une procédure collective, la perspective d'être payé après règlement du privilège légal des salariés a un effet repoussoir pour les créanciers. Ceux-ci pourraient finalement décider de ne pas financer le projet d'investissement de la société. Les conséquences pour l'emploi sont alors bien plus significatives.

60. Pour cette raison, il est impératif de s'interroger sur l'existence d'autres moyens de financer les licenciements (ou le plan de sauvegarde de l'emploi), dans la mesure où l'utilisation de la procédure collective est susceptible de conduire, comme instrument de redistribution, à des transferts de richesse importants, au détriment des nouveaux prêteurs et au bénéfice des salariés. Le législateur doit constamment se poser cette question, car il ne peut ignorer qu'à trop vouloir protéger les salariés à travers le droit des procédures collectives, ses mesures peuvent avoir rapidement un effet contre-productif pour ceux qu'il souhaite justement protéger.

61. Sans entrer dans les détails des règles applicables aux salariés pendant la procédure collective en droit français⁷⁷, il est important de se souvenir, à ce stade, qu'elles sont sources de nombreuses critiques de la pratique. Elles conduiraient à des décisions de renflouement sous-optimales, nuisibles pour le redressement de l'entreprise à long terme. Un des effets

77 Cette question sera développée dans une étude ultérieure, S. VERMEILLE, A. BEZERT, *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit – Suite – Étude des effets pervers pour notre économie d'un droit des procédures collectives et des sûretés imperméable aux enseignements de l'analyse économique du droit*, op. cit.

particulièrement gênants du privilège des salariés est qu'il empêche les créanciers de pouvoir prendre le contrôle de l'entreprise via un « *credit bidding* »⁷⁸.

62. Pour l'heure, il n'existe pas encore d'étude empirique permettant de démontrer les effets pervers du traitement favorable accordé aux salariés en France. Constatant les effets contre-productifs du choix du législateur de faire de la poursuite de l'activité et du maintien des emplois un objectif prépondérant de la loi sur les procédures collectives, le Conseil d'analyse économique a récemment proposé d'instaurer une taxe pigovienne⁷⁹.

2.2.2. Le privilège du Trésor public

63. Historiquement, le privilège du Trésor public fut l'un des premiers à être institué⁸⁰. Aujourd'hui, au-delà de l'hypothèque légale du Trésor⁸¹, le législateur a accordé de nombreux privilèges au Trésor public, afin de lui permettre d'assurer, dans une certaine mesure, le recouvrement de ses créances, de nature fiscale⁸² ou non⁸³, en évitant le concours avec les créanciers chirographaires d'un débiteur défaillant. Les privilèges du Trésor public sont donc une nouvelle donnée que les parties doivent prendre en compte dans l'opération de sauvetage ou de liquidation de la société et qui vient par conséquent modifier l'équilibre de la négociation, d'autant plus que le rang de chacun de ces privilèges dépend de la créance qu'il garantit⁸⁴.

64. Ces privilèges peuvent-ils se légitimer par la seule prise en compte de la nature fiscale des créances garanties ? La question mérite de se poser. Une réponse similaire à celle apportée au sujet des privilèges des salariés mérite d'être formulée, le privilège instauré au bénéfice des créanciers fiscaux de

78 *Ibid.* Le « *credit bidding* » est la possibilité pour un créancier titulaire d'une sûreté d'entrer en compétition avec des tiers faisant une offre de prix en numéraire pour le rachat des actifs de la société. Les créanciers titulaires de sûretés peuvent ainsi offrir de renoncer au montant de leurs créances en échange de l'attribution des actifs sous-jacents au droit de propriété, dans le cadre de la cession de ceux-ci. Le « *credit bidding* » permet aux créanciers titulaires de sûretés réelles de réaliser ce qu'ils considèrent être la valeur totale de leurs actifs, ce qui leur permet d'être protégés contre le risque de « *bankruptcy discount* », dans l'hypothèse d'une vente des actifs à un prix déprécié. Sur le mécanisme du « *credit-bidding* », v. not., D. S. BERNSTEIN, B. M. RESNICK, H. DENGEL, *The Logic and Limits of Credit Bidding by Secured Creditors Under the Bankruptcy Code*, 37th Annual Lawrence P. King and Charles Seligson Workshop on Bankruptcy and Business Reorganization, sept. 21-22, 2011.

79 G. PLANTIN, D. THESMAR, J. TIROLE, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op. cit., p. 9. Une taxe « pigovienne » est une taxation dissuasive, dont le principe a été préconisé par Arthur PIGOU, consistant à faire prendre en charge par le producteur les frais des mesures anti-pollution qu'il a occasionnés, quitte à en reporter le coût final sur le consommateur. Dans le cas présent, le Conseil d'analyse économique propose qu'une telle taxe puisse s'appuyer sur un système de bonus/malus en fonction du comportement de l'entreprise en matière de licenciements.

80 J. M. GARRIDO, op. cit., p. 33. L'auteur relève que le privilège du Trésor trouve sa source dans les cités italiennes du Moyen-Âge et fut institué pour pallier la relative faiblesse des finances publiques de l'époque qui reposaient alors principalement sur les contributions de quelques groupes de personnes, en particulier des marchands. En effet, à cette époque, la faillite de l'un des marchands pouvait mettre à mal les finances de la cité toute entière. Pour cette raison, les marchands consentirent à l'institution d'un privilège au profit du Trésor, afin d'éviter que la cité qui leur permettait d'exercer leur activité et défendait leurs intérêts ne fasse défaut.

81 Article 1929 ter du Code général des impôts.

82 V. not. les articles 1920 et suivants du Code général des impôts.

83 V. not. le privilège pour le recouvrement des amendes pénales institué par l'article 4 du décret n° 64-1333 du 22 décembre 1964.

84 Sur ce classement, v. not. BOI-REC-GAR-10-10-10-20-20120912.

l'entreprise défaillante étant susceptible de conduire à des décisions de renflouement sous-optimales.

65. De plus, il convient de constater que la raison historique ayant conduit à l'introduction d'un privilège du Trésor public (fragilité des finances publiques) ne suffit plus, de nos jours, à le légitimer. La défaillance d'un opérateur de marché est, en effet, beaucoup moins préjudiciable aux intérêts budgétaires de l'État aujourd'hui qu'elle ne pouvait l'être à l'époque. En outre, le fait que l'État soit le créancier le plus à même de résister à la défaillance d'un débiteur a conduit une partie de la littérature à militer en faveur de la suppression du caractère prioritaire des créances fiscales⁸⁵.

66. Plusieurs pays tels que l'Allemagne⁸⁶ et l'Angleterre⁸⁷ ont ainsi supprimé ou, à tout le moins, fortement réduit l'assiette du privilège du Trésor public⁸⁸. À cette occasion, il est intéressant de rappeler que la question de la suppression et de la réduction du privilège du Trésor public avait refait surface en 2012, à la suite d'un rapport conjoint de l'OCDE et de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris⁸⁹ et lors de la dernière campagne présidentielle⁹⁰.

67. En conclusion, dans la perspective de faciliter le financement de l'économie, il est important que le législateur garantisse le caractère effectif des droits de priorité des créanciers titulaires de sûretés durant la procédure collective et rende donc pleinement opposables leurs droits, vis-à-vis des autres créanciers. Cette évolution permettrait également l'essor des sûretés de second rang, au bénéfice des emprunteurs. Tant que le droit des entreprises en difficulté ne sera pas réformé, l'efficacité des conventions de rang restera très mesurée⁹¹.

85 J. M. GARRIDO, op. cit., pp. 46-47.

86 Depuis l'entrée en vigueur de l'*Insolvenzordnung* (1999), malgré un mouvement jurisprudentiel récent de la *Bundesfinanzhof* (Cour fédérale des comptes) tendant à réhabiliter ce privilège, avec le soutien du *Bundesministerium der Finanzen*.

87 Depuis l'entrée en vigueur de l'*Enterprise Act* (2002).

88 J. M. GARRIDO, op. cit., p. 45.

89 J. FRANTZ, *Pour la suppression du privilège des créanciers fiscaux et sociaux*, Rapport CCIP, 4 oct. 2012, en collaboration avec l'OCDE et le département de droit civil et commercial, à la Direction adjointe chargée des études de la prospective et de l'innovation.

90 La fin du « privilège du Trésor », lefigaro.fr, 19 mars 2013.

91 Aux États-Unis, la pratique des conventions de rang est très répandue, elle permet à plusieurs catégories de créanciers de bénéficier de la même assiette de biens grevés, ce qui encourage la prise de sûretés sur des universalités de fait. Les emprunteurs aux États-Unis ont ainsi 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 France, et plus largement en Europe, ne pourra jamais être comparable, pour des raisons essentiellement d'ordre juridique, liées à la difficulté de coordonner le droit des procédures collectives et le droit des sûretés. V. not. ce sujet, C. WELLS, N. DEVANEY, *Is the Future Secure for Second Lien Lenders in Europe ?*, Legal Analysis : J.I.B.L.R., p. 443 (2007). 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 : L. MATALON, E. TUTTEROW, M. VERDE, A. ZAYDMAN, *Overview of the U.S. Second-Lien Loan Market*, Fitchrating, 6 feb. 2006, disponible sur : http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/us_second_lien.pdf. Pour la prise en compte de conventions de rang en matière de procédures collectives par le droit français, v. not. CA Paris, 3^e ch. sect. A, 12 fév. 1985, ayant considéré qu'une convention de rang conclue entre créanciers privilégiés portée expressément et de manière claire et précise à la connaissance des organes de la procédure par une banque créancière s'impose auxdits organes pour déterminer le rang préférentiel qui s'appliquera à ladite banque.

68. Cependant, comme évoqué précédemment, la mise en œuvre par les créanciers de leurs droits, qu'ils soient titulaires de sûretés de premier ou de second rang, ne doit pas entraîner des destructions de richesse lorsque l'emprunteur est défaillant. Or, il est permis de concilier ces objectifs.

III. Concilier le droit des sûretés et le droit des procédures collectives

69. L'étude des finalités du droit des procédures collectives, appréciée à l'aune de l'analyse économique du droit, et des moyens permettant d'atteindre ces objectifs (1.) permet de comprendre comment le droit des sûretés et le droit des procédures collectives peuvent être réconciliés (2.).

1. Les finalités du droit des procédures collectives et les moyens permettant d'atteindre ses objectifs

70. Comme évoqué à d'autres occasions⁹², le droit des procédures collectives doit permettre d'atteindre deux principaux objectifs⁹³. Il doit à la fois faciliter l'accès au crédit (efficacité dite « *ex ante* ») et maximiser la valeur d'usage des actifs du débiteur défaillant en transférant le contrôle de son entreprise à l'opérateur susceptible d'en faire le meilleur usage (efficacité dite « *ex post* »)⁹⁴.

71. Le droit des procédures collectives sera efficace *ex ante* si, au même titre que le droit des sûretés, il encourage les créanciers à prendre des décisions d'investissement optimales. Comme cela a déjà été mentionné, l'efficacité *ex ante* suppose le strict respect de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes entre les différentes catégories d'investisseurs durant la procédure collective. Cet ordre est déterminé au moment de l'ouverture de la procédure collective, en fonction des conventions de subordination⁹⁵ et des sûretés réelles grevant les actifs du débiteur et conférant à leurs bénéficiaires des droits de priorité à la hauteur de la valeur des biens grevés.

72. L'efficacité *ex ante* du droit des procédures collectives suppose donc nécessairement :

- ◆ que les créanciers titulaires de sûretés siègent, au moment de l'approbation du plan, dans des comités séparés, distincts des comités auxquels appartiennent les établissements de crédit et les principaux fournisseurs ne bénéficiant d'aucune sûreté consentie par leur débiteur, pour autant que le montant de leurs créances soit inférieur à la

92 S. VERMEILLE, R. BOURGUEIL, A. BEZERT, op. cit., p. 21, n° 18 à 21 ; S. VERMEILLE, *L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO*, à paraître.

93 Sur les finalités du droit des procédures collectives, v. not., *UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions – Terminology and recommendations*, op. cit., p. 89.

94 Sur cette distinction entre les effets « *ex ante* » et « *ex post* », v. not., B. CHOPARD, « *Ex post* » vs « *ex ante* » : *Le cas de l'économie du droit de la faillite*, Rev. éco. fin., n° 80, 2005 ; OSEO, *Une analyse comparative des procédures de faillite : France, Allemagne, États-Unis*, Regards sur les PME, n° 16.

95 À supposer que le contenu de ces conventions de subordination soit véritablement opposable à la procédure collective et non pas seulement « *pris en compte* », comme le prévoient les articles L. 626-30-2 al. 2 *in fine* et L. 626-32 al. 2 *in fine* du Code de commerce.

valeur de marché des biens grevés et ce, même si la nature de leurs créances (qu'elle soit bancaire ou obligataire) est similaire à celle des créanciers chirographaires. Il est important de souligner que pour éviter, entre autres, le risque d'investissement sous-optimal, il est nécessaire qu'il y ait autant de comités de créanciers qu'il existe de catégories de créanciers ayant des droits différents. Dans le cas contraire, un créancier pourrait renoncer à investir dans la société en difficulté et ce, même si cette dernière lui offre en garantie un certain nombre de sûretés. Ce problème semble particulièrement visible en France, pour les raisons qui seront évoquées en détail dans une étude ultérieure⁹⁶ ;

- ◆ que, toutefois, dans l'hypothèse où le montant des créances des titulaires de sûretés est supérieur à la valeur de marché des biens grevés, les créanciers titulaires de sûretés devront voter aux côtés des créanciers chirographaires, pour la quote-part de leurs créances représentant la différence ; et
- ◆ que les créanciers titulaires de sûreté ne se voient pas imposer un plan de continuation de l'entité juridique s'ils arrivent à prouver qu'ils auraient été mieux traités dans l'hypothèse d'une procédure de liquidation judiciaire de l'entreprise défaillante avec arrêt de l'activité.

73. La procédure collective sera efficace *ex post* si elle permet de transférer le contrôle de l'entreprise à celui qui a les meilleures incitations pour maximiser la valeur de l'usage des ressources de l'entreprise⁹⁷. Ceci emporte les deux conséquences suivantes :

- ◆ la procédure collective devrait faciliter la poursuite de l'activité des sociétés viables (et donc profitables), peu important que l'activité du débiteur soit poursuivie au travers de la même entité juridique ou à travers une entité juridique tierce (ce qui conduirait à la liquidation judiciaire de la société) ; et
- ◆ dans l'hypothèse où le montant du passif de la société est supérieur à la valeur des actifs grevés, il est nécessaire d'en transférer le contrôle aux créanciers titulaires de sûretés, car ce sont alors eux qui auront les meilleures incitations pour maximiser la valeur de l'usage desdits actifs.

74. Dans ces conditions, le droit des sûretés et le droit des procédures collectives pourraient aisément être conciliés. Autrement dit, les créanciers titulaires de sûretés n'auraient pas à exercer leurs droits au détriment de leur débiteur, au risque de compromettre les chances de poursuite de son activité. On mesure en creux les inconvénients de certains instruments comme la cession Dailly ou, en principe, la fiducie-sûreté, qui ont pour but, *via* un transfert de propriété, de préserver les droits des créanciers au détriment de leur débiteur⁹⁸.

75. Il existe des situations dans lesquelles, la conciliation du droit des sûretés et du droit des procédures collectives semble, en apparence seulement, plus difficile. La détermination

96 S. VERMEILLE, A. BEZERT, *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit – Suite – Étude des effets pervers pour notre économie d'un droit des procédures collectives et des sûretés imperméable aux enseignements de l'analyse économique du droit*, op. cit.

97 S. VERMEILLE, R. BOURGUEIL, A. BEZERT, op. cit., p. 21.

98 Pour une mise en évidence de ce point, en ce qui concerne la fiducie, v. not., B. BOULARD, *op.cit.*, pp. 90-93.

de la viabilité de l'activité de l'entreprise devient alors cruciale, en effet :

- ◆ Si l'activité de l'entreprise n'est pas viable, il est important d'accepter que la solution la plus appropriée est de céder ses actifs isolément et ce, afin d'éviter des destructions de valeurs inutiles. À ce moment-là, il n'y a aucune raison de ne pas respecter pleinement les droits des créanciers titulaires de sûretés et ces derniers devraient pouvoir librement réaliser leurs sûretés.
- ◆ Si l'activité de la société est viable, il convient de distinguer deux scénarios distincts.

– Dans le premier cas, si les créanciers disposent de sûretés grevant des actifs spécifiques de la société, il devrait être possible d'imposer aux créanciers titulaires de sûretés de renoncer à réaliser ces dernières, afin d'éviter un démembrement inutile du patrimoine de la société. Pour que le sauvetage de l'entreprise génère un surplus de valeur, il est nécessaire que celui-ci survienne promptement et que la valeur ainsi créée ne soit pas imputée sur ce qui devrait revenir aux créanciers titulaires de sûretés. Il est par conséquent nécessaire de pouvoir procéder à une réorganisation des droits des créanciers sur le patrimoine de l'entreprise défaillante, de sorte que les créanciers titulaires de sûretés ne soient pas moins bien traités que s'il y avait eu une liquidation de la société. Cette réorganisation des droits devrait conduire à évincer les actionnaires et, le cas échéant, les créanciers chirographaires afin de désendetter suffisamment la société, au regard de ses prévisions de trésorerie futures. Ceux-ci devraient perdre tous droits dans la société⁹⁹.

– Dans le second cas, si des créanciers disposent d'une sûreté grevant l'ensemble des actifs de l'entreprise défaillante (par exemple un nantissement sur comptes d'instruments financiers, hypothèse classique dans les opérations de financement structuré ou un nantissement sur le fonds de commerce dont l'assiette serait « *élargie* », et inclurait les stocks¹⁰⁰), ceux-ci n'adopteront généralement pas une stratégie visant à récupérer lesdits actifs, les créanciers initiaux de la société n'ayant pas vocation à devenir actionnaires de la société ou propriétaires de son fonds, faute de savoir l'exploiter. Ces créanciers chercheront en principe à céder les actifs grevés de la manière qui les avantagera le plus (c'est-à-dire en maximisant leur prix de vente), de manière séparée ou de manière globale, selon la viabilité des actifs. Deux problèmes sont susceptibles de survenir à ce stade :

- ▶ si le montant de la créance des créanciers titulaires de sûretés est inférieur à la valeur d'entreprise de la société, il existe un risque que ces créanciers ne cherchent pas à maximiser la valeur de l'ensemble des actifs lors de leur cession. En effet, il leur importera peu que les créanciers plus *junior* soient désintéressés, dès lors que la réalisation de leur sûreté leur

99 *Ibid.*

100 Hypothèse impossible en droit français au regard des dispositions de l'article L. 142-2 du Code de commerce, excluant les stocks et marchandises de l'assiette du nantissement de fonds de commerce.

permettra d'obtenir le complet remboursement de leur créance¹⁰¹.

- si les créanciers titulaires de sûretés ne trouvent pas de repreneurs qui leur offrent un prix jugé acceptable, ces créanciers pourraient être tentés de devenir actionnaires de la société, alors que ce n'est pas leur métier. Cette situation pourrait ainsi ne pas être satisfaisante du point de vue de la société qui doit pouvoir être accompagnée par ses actionnaires afin de mieux rebondir.

Sur ces deux points, il convient de souligner que les inconvénients mentionnés ci-dessus peuvent être évités, à la condition que le droit des entreprises en difficulté et le droit des sûretés puissent être conciliés de manière efficace, en tenant compte des enseignements de l'analyse économique du droit. Le cadre juridique a en effet une grande influence, non seulement sur la capacité des créanciers *junior* à pouvoir s'opposer à la prise de contrôle des actifs (ou des actions) de la société emprunteuse par les créanciers *senior*, lorsque lesdits créanciers sont dits « *in the money* » (c'est-à-dire que le montant de leurs créances est inférieur à la valeur de ces actifs)¹⁰², mais aussi sur la capacité des créanciers *senior* à pouvoir trouver des repreneurs, soit pour l'acquisition des actifs, soit pour l'acquisition de leurs créances sur le marché secondaire de la dette¹⁰³.

2. La conciliation des finalités du droit des procédures collectives et du droit des sûretés : la nécessité d'institutions judiciaires modernes

76. La qualité des institutions judiciaires joue un rôle très important dans la manière dont le droit des sûretés et le droit des procédures collectives peuvent être conciliés. Comme nous l'avons vu précédemment, le droit des procédures col-

lectives ne peut être efficace *ex post* que si les institutions judiciaires sont en mesure de faire appliquer un droit qui fait application des accords de départ, qui peuvent s'avérer parfois très complexes. La nature de la règle de droit ne peut en effet être dissociée de ses conditions d'application¹⁰⁴, les institutions judiciaires doivent par conséquent être suffisamment fiables et efficaces : si elles ne le sont pas, le droit des procédures collectives ne peut être efficace *ex post*.

77. En conséquence, si en théorie, l'ouverture d'une procédure collective devrait toujours entraîner un arrêt des poursuites individuelles, le temps que le juge vérifie qu'une procédure de sauvetage permettrait d'éviter les destructions de valeur inutiles provoquées par la réalisation de sûretés, il est en pratique nécessaire de tempérer cette affirmation. La poursuite de l'efficacité *ex post* suppose en effet que :

- ◆ la durée de la période d'observation soit la plus courte possible, avec une période limitée durant laquelle le dirigeant du débiteur dispose d'un droit exclusif de présentation du plan ;
- ◆ les juges disposent des qualifications nécessaires permettant de distinguer les différentes catégories d'investisseurs en fonction des accords qu'elles auront préalablement signés (ce qui suppose qu'ils soient suffisamment familiarisés avec la documentation financière, souvent rédigée en langue anglaise) ; et
- ◆ les juges soient en mesure de protéger les droits des créanciers en cas de baisse de la valeur des actifs grevés, au besoin en levant la règle de l'arrêt des poursuites.

À défaut, les créanciers seront peu enclins à accorder leur concours à des emprunteurs fragiles.

78. Dans la perspective de rendre le droit des procédures collectives efficace *ex ante* et *ex post*, l'importance du rôle des institutions judiciaires est si grande qu'il arrive que les gouvernants renoncent à cette ambition par avance. C'est pour cette raison que les organisations internationales, comme la Banque mondiale et la Banque européenne de reconstruction et de développement, lorsqu'elles prêtent assistance à un pays désireux de réformer son système juridique, ont tendance à concentrer leurs efforts sur la réforme du droit des sûretés, plutôt que sur celle du droit des procédures collectives.

79. Il leur arrive ainsi fréquemment de préconiser que la règle de l'arrêt des poursuites individuelles ne s'applique pas aux créanciers titulaires de sûretés. La poursuite de l'efficacité *ex post* est alors reléguée au second plan, au profit de la poursuite de l'efficacité *ex ante*. La mise en place d'un droit des sûretés peu favorable au débiteur est vécu comme une prio-

101 J. ARMOUR, op. cit., pp. 21-23.

102 La procédure collective devrait permettre aux créanciers plus *junior* ou ne disposant pas de sûretés de s'opposer à la réalisation des sûretés par les créanciers qui en bénéficient, et ce, même si cette réalisation n'est pas susceptible d'entraîner des destructions de richesse. Les créanciers *junior* doivent pouvoir être désignés comme créanciers « *pivots* » lorsque la valeur d'entreprise de la société est inférieure au montant total de la dette et décider du sort de l'entreprise. À noter toutefois que certaines études empiriques tendent à démontrer que la réalisation par un créancier « *in the money* » de sa sûreté grevant l'ensemble du patrimoine de son débiteur défaillant serait, le plus souvent, préférable à un contrôle de la procédure collective aux mains des créanciers *junior*, compte tenu de l'incapacité des institutions judiciaires à pouvoir garantir un processus de restructuration rapide permettant de préserver la valeur des actifs grevés, cf. § 76. S. DJANKOV, O. HART, C. MCLIESH, A. SHLEIFER, *Debt Enforcement Around the World*, NBER Working Paper, n° 12807, 2006 ; J. ARMOUR, A. HSU, A. WALTERS, *The Costs and Benefits of Secured Creditor Control in Bankruptcy : Evidence from the UK*, ESRC Centre for Business Research Working Paper, n° 332, 2006.

103 Il est en effet souhaitable que les créanciers qui désireraient réaliser de telles sûretés – *il s'agira principalement d'établissements de crédit n'ayant pas vocation à adopter une logique d'actionnaire* – puissent céder leurs créances à de nouveaux investisseurs potentiels – *qui auraient vocation à adopter une logique d'actionnaire et chercheraient donc à maximiser la valeur de l'entreprise défaillante*. L'absence d'un marché secondaire de la dette en France, liée à l'incapacité de notre système juridique à respecter les accords de départ, freine cependant l'essor de cette pratique. Sur ce point v. not., références sous la note 53, adde S. VERMEILLE, *Peut-on prêter pour posséder (loan to own) en droit français ?*, JCP éd. E. n° 28-29, 9 juil. 2009, pp. 21-31.

104 B. MARAIS (du), *Les limites méthodologiques des rapports Doing Business*, document de travail de recherches « AED », 2006, disponible à : http://www.gip-recherche-justice.fr/aed/publications/limites_doing_business_du_marais.pdf ; M. SAFAVIAN, S. SHARMA, *When Do Creditor Rights Work ?*, World Bank Policy Research, Working Paper n° 4296, 2007, pp. 15-17. Les auteurs de cet article ont étudié de manière empirique l'impact des réformes affectant les droits des créanciers dans 27 pays européens, entre 2002 et 2005. Ils ont constaté qu'en l'absence d'application effective des textes, une réforme n'avait que peu d'effet sur l'accès des entreprises au crédit bancaire. V. également, K. PISTOR, M. RAISER et S. GELFER, *Law and finance in transition economies, in "Economics of transition"*, vol. 8 (2), pp. 325-368 (2000), qui constatent que l'efficacité des institutions juridiques a un impact bien plus important sur les financements externes que ce que peut avoir une réforme améliorant le sort des créanciers.

rité afin d'encourager le crédit à un taux d'intérêt réduit¹⁰⁵. Le droit des sûretés est d'autant plus important que ces pays comptent principalement des petites et moyennes entreprises qui ont besoin de pouvoir octroyer des sûretés, afin de pouvoir se financer¹⁰⁶.

80. Renoncer par avance à rendre la procédure collective efficace *ex post* ne se justifie en principe que dans les pays en voie de développement, au regard du manque d'expertise et de fiabilité des institutions judiciaires qui sont, en définitive, incapables de s'ériger en un véritable forum permettant de maximiser la valeur des actifs dans l'intérêt de la collectivité des créanciers. Dans un pays comme la France, on est en droit d'attendre que l'on ne renonce pas par anticipation à l'efficacité *ex post* de la procédure collective. La réforme des tribunaux de commerce annoncée en France doit donc être ambitieuse et prévoir une spécialisation renforcée des tribunaux de commerce et des compétences accrues en droit, micro-économie, gestion et finance.

Conclusion

81. Dans une logique conforme aux enseignements de l'analyse économique du droit, il résulte de ce qui précède que, tant qu'aucune procédure collective n'est ouverte à l'encontre de l'emprunteur :

- ◆ le créancier espère être remboursé lorsque les droits qu'il détient au titre de sa créance deviennent exigibles ;
- ◆ le créancier titulaire d'une sûreté a intérêt à imposer à l'emprunteur qu'il s'engage à maintenir la valeur économique des actifs grevés de sûretés et, au besoin, à les remplacer aussi longtemps que nécessaire ; et
- ◆ le créancier titulaire d'une sûreté doit pouvoir procéder à la vente de l'actif grevé en cas de défaut de la société¹⁰⁷.

82. En cas de procédure collective donnant lieu à un arrêt des poursuites individuelles (nécessaire afin d'éviter les destructions de richesse inutiles), le créancier titulaire d'une sûreté devrait pouvoir opposer aux autres créanciers son droit de priorité sur les actifs grevés à hauteur de la valeur économique des biens grevés. Autrement dit, ce créancier devrait pouvoir exiger de ne pas être moins bien traité, d'un point de vue économique, durant la procédure collective que s'il avait été en mesure de réaliser sa sûreté. Cette situation n'est pas inenvisageable. Elle suppose d'admettre que :

- ◆ si l'activité de la société n'est pas viable, le créancier titulaire d'une sûreté devrait pouvoir percevoir le prix de vente de l'actif grevé sans être en concours avec les autres créanciers : ce qui est légitime, la réalisation de la sûreté n'entraînant alors aucune destruction de valeur ;
- ◆ si l'activité de la société est viable, le créancier titulaire d'une sûreté devrait pouvoir être traité de la même

105 R. HASELMANN, K. PISTOR et V. VIG, *How Law Affects Lending*, Columbia Law and Economics Working Paper, n° 285, aug. 2008. Les auteurs démontrent que le droit des sûretés a un plus grand impact que le droit des procédures collectives sur le marché du crédit.

106 V. not. R. J. MANN, *The role of secured credit in Small-Business lending*, Georgetown Law Journal, 1997, vol. 86, p. 1 et s.

107 V. en ce sens, A. SCHWARTZ, *A Theory of Loan Priorities*, Journal of Legal Studies, juin 1989, vol. 18, p. 209 s., cité par J. ARMOUR, op. cit. ; R. J. MANN, op. cit.

manière, peu important que l'entité juridique soit ou non maintenue : peu importe son sauvetage ou sa liquidation judiciaire, seule compte la préservation de la valeur d'entreprise ;

- ◆ si l'activité de la société est viable, le créancier titulaire d'une sûreté devrait pouvoir faire valoir ses droits vis-à-vis des autres créanciers de la société entrant en procédure collective, y compris les actionnaires de cette dernière : le créancier devrait donc voir son droit de priorité respecté ;
- ◆ par exception, sous réserve que l'activité de la société soit viable et que l'assiette de la sûreté soit suffisamment large pour ne pas conduire, en cas de réalisation de ladite sûreté, à un démembrement de l'entreprise, synonyme de destruction de richesse, le créancier titulaire d'une sûreté devrait pouvoir être en mesure d'obtenir du juge la levée de l'arrêt des poursuites, afin de pouvoir procéder à la cession organisée des actifs de l'entreprise ; et
- ◆ par exception à ce qui précède immédiatement, même en l'absence de risque de destruction de richesse, il est possible d'envisager d'utiliser la procédure collective afin d'éviter le risque de spoliation des créanciers *junior* dont le sort serait, à défaut, exclusivement dans les mains des créanciers plus *senior* : dans ces conditions, le processus de vente pourrait être sous le contrôle des créanciers plus *junior*, sous réserve qu'ils soient bien les créanciers dit « pivots », déterminés en fonction de la valeur d'entreprise de la société¹⁰⁸.

83. Un tel résultat ne peut cependant être atteint que sous réserve que les finalités du droit français des procédures collectives soient modifiées et ce, afin que notre droit cesse de confondre l'intérêt de préserver l'entreprise et l'intérêt de préserver l'entité juridique pour elle-même. Un tel résultat ne peut être également atteint qu'à la condition que nos institutions judiciaires soient modernisées. Ce n'est qu'à ces conditions, qu'il est possible de régler définitivement le conflit entre les droits des créanciers et les droits de leur débiteur qui conduit actuellement à une impasse et explique le mauvais classement de la France par les agences de notation.

84. Il appartient donc au législateur de provoquer une réforme ambitieuse du droit des procédures collectives et des tribunaux de commerce, s'il veut assurer la conciliation du droit des sûretés et du droit des procédures collectives, qui n'est pas impossible, même en France. Conscient du fait qu'en réservant un sort particulièrement funeste aux créanciers titulaires de sûretés dans la procédure collective, l'accès au crédit des entreprises est mécaniquement réduit, le législateur a, jusqu'à présent, eu des difficultés à prendre les mesures qui s'imposent afin de sortir de l'impasse juridique dans laquelle se trouve notre droit. Plutôt que de défaire ce qui a été précédemment mal fait, le législateur a eu tendance à prendre des décisions de courte vue, aux effets induits mal maîtrisés. Ainsi :

- ◆ le rétablissement des droits de certains créanciers est parfois réalisé à la marge et au détriment de l'entreprise ; il devient alors plus difficile de redresser l'activité : la recherche de l'objectif d'efficacité *ex post* est compromise ;
- ◆ le rétablissement partiel des droits de certains créanciers se fait de manière discriminatoire, en fonction de la pression

108 G. PLANTIN, D. THESMAR, J. TIROLE, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, op. cit.

des lobbys défendant des intérêts catégoriels : ce qui aboutit à la reconnaissance de manière désordonnée d'une multitude de privilèges, comme le droit de rétention pour telle ou telle catégorie de créanciers ;

- ◆ le rétablissement des droits de certains créanciers passe par le recours à des sûretés-proprétés et la multiplication des nantissements sur l'argent qui sont des procédés contraignants pour l'emprunteur ;
- ◆ le rétablissement des droits de certains créanciers entraîne des coûts de transaction pour la société¹⁰⁹, c'est-à-dire des coûts liés à la nécessité de contourner un droit (*law shopping*) qui peut entraver à la fois l'accès au crédit et le rétablissement de l'activité du débiteur.

85. Dans la mesure où le droit français des procédures collectives n'est ni efficace *ex ante* – il ne facilite pas vraiment l'accès au crédit des entreprises fragiles – ni efficace *ex post* – il ne cherche pas à maximiser la valeur de l'usage des ressources des entreprises –, il est impossible que les créanciers puissent s'appuyer sur le droit des sûretés afin de prendre des décisions d'investissements optimales. Le respect des enseignements de l'analyse économique du droit permettrait de rendre notre droit des sûretés et notre droit des procédures collectives plus simples, plus cohérents l'un par rapport à l'autre, et donc plus efficaces par rapport aux objectifs à atteindre.

86. Le contexte actuel de « *credit crunch* » dans lequel semble se trouver un grand nombre d'entreprises fragiles, rend cette mutation de notre système juridique indispensable. Une prise de conscience semble peu à peu s'observer au niveau du sommet de l'État. Le 4 septembre 2013, le ministre des Finances, Pierre Moscovici, présentait les principes directeurs d'une nouvelle réforme du droit des procédures collectives. L'objectif annoncé est de faciliter l'accès au crédit¹¹⁰, en particulier celui des entreprises les plus fragiles qui ne parviennent pas à trouver des financements ou qui ont cessé de payer leurs dettes fiscales et sociales, afin de financer, le moment venu, leurs besoins en fonds de roulement.

87. Dans une étude ultérieure¹¹¹, il sera nécessaire d'analyser en détail les effets induits d'un droit des sûretés et des procédures collectives prisonniers d'une impasse juridique consistant à confondre l'intérêt de l'entreprise à celui de l'entité juridique pour elle-même. ■

109 Les créanciers dont les droits n'auront pas été légalement rétablis vont en fait essayer de s'ajuster, à la suite de l'immixtion du législateur, ce qui peut encourager ce dernier à agir de nouveau : on observe alors un fait « *boule de neige* ». Cette situation entraîne une grande complexité du droit et le rend illisible.

110 <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/mesures-de-simplification-et-de-securisation-de-la-vie-des-entreprises>.

111 S. VERMEILLE, A. BEZERT, *Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit – Suite – Étude des effets pervers pour notre économie d'un droit des procédures collectives et des sûretés imperméable aux enseignements de l'analyse économique du droit*, op. cit.