

La mise à l'épreuve des fondements du droit des sûretés par la recherche en économie

La réconciliation du droit des entreprises en difficulté et du droit des sûretés enfin permise par la directive « pre-insolvency » 2019/1023

Pistes en faveur d'un droit des sûretés cohérent, efficace et lisible favorisant l'accès aussi bien au crédit qu'à l'emploi

Pôle Restructuring

Droit & Croissance / *Rules for Growth*

V. 06 janvier 2021

Note : cette présentation nécessite d'avoir suivi préalablement la présentation sur le big bang à venir du droit des entreprises en difficulté



DROIT ET CROISSANCE
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

Introduction	L'intérêt économique des sûretés réelles	Page 3
Partie I	Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie	Page 17
Partie II	Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable	Page 26
Partie III	Conséquences économiques du divorce entre le droit des entreprises en difficulté et le droit des sûretés	Page 33
Partie IV	Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible	Page 37

Introduction

L'intérêt économique des sûretés réelles



Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

❖ Objet du droit des sûretés

- Quel est l'objet du droit des sûretés d'un point de vue normatif ?
- l'objet du droit des sûretés est **économique** : les **opérations de financement sécurisées par des sûretés doivent être encouragées** car il existe un bénéfice économique pour la société en général (faciliter le financement de l'économie) et **la loi doit être un moyen de permettre à ce bénéfice d'être maximisé**
 - Au plan macroéconomique, servir les intérêts de la société en général : faciliter l'accroissement du bien-être de tous ceux qui sont affectés par les entreprises (actionnaires, employés, fournisseurs et consommateurs) en permettant aux entreprises d'avoir accès au crédit dans de bonnes conditions
 - Au plan microéconomique, permettre à une entreprise en difficulté / situation fragile d'obtenir un nouvel apport en liquidités en conférant un droit de préférence à des créanciers titulaires de sûretés sur certains biens de la société, le cas échéant **au détriment de certains créanciers chirographaires** de la société

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

❖ Bénéfices économiques du développement du crédit : généralités

- Améliorer les droits des créanciers de manière générale permet **d'améliorer l'accès des entreprises au crédit et de diminuer son coût** (J. Armour & Co, *How do creditor rights matter for debt finance? A review of empirical evidence*, 2015)
- La recherche a mis en évidence le **lien entre développement de la finance et potentiel de croissance** (R. Levine, N. Loayza, et T. Beck *Financial intermediation and growth: Causality and causes*, 2000), même s'il a été récemment démontré que « **trop de finance** » peut **également heurter la croissance** lorsqu'elle accapare les ressources au détriment de l'économie productive (J. De Gregorio, J. et P. Guidotti *Financial development and economic growth*, 1995).
- La recherche a aussi montré que **l'innovation peut être bridée par de trop fortes contraintes financières** (Ph. Aghion, A. Bergeaud, G. Cette, R. Lecat et H. Maghinn *The Inverted-U Relationship Between Credit Access and Productivity Growth*, 2018)

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

❖ Bénéfices économiques du développement du crédit : rôle de la loi

- La loi est un **moyen de maximiser** le bénéfice de l'accès au crédit
- Plus les procédures d'exécution sont efficaces, c.-à-d. permettent aux créanciers de **brandir de manière crédible la menace** d'y recourir pour faire respecter leurs droits, plus les **débiteurs indûment récalcitrants** (c.-à-d. sans difficultés financières majeures) **respectent leurs obligations** (S. Visaria, *Legal Reform and Loan Repayment: The Microeconomic Impact of Debt Recovery Tribunals in India*, 2009)
 - Tout comme pour les procédures collectives, **l'efficacité** des procédures d'exécution peut se traduire par le fait que les créanciers y **ont peu recours pour assurer le respect de leurs droits** → **elles facilitent indirectement l'accès au crédit**
- L'intérêt des sûretés est justement de faciliter le respect des droits des créanciers dans le cadre **de procédures d'exécution accélérées** (attribution judiciaire du bien plus rapide) lorsque le débiteur est **indûment récalcitrant**

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices des sûretés réelles pour l'ensemble des parties prenantes**
 - Bénéfices des sûretés réelles :
 - Pour les **débiteurs** ;
 - Pour les **créanciers titulaires de sûretés** hors procédure collective / dans le cadre de la procédure ;
 - Pour les **créanciers chirographaires** même en cas d'ouverture d'une procédure collective.

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

❖ Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les débiteurs

- Les sociétés qui tirent profit d'opérations de financement sécurisées présentent en moyenne **un risque de crédit bien supérieur à celles qui n'y ont pas recours** (J. Armour *The Law and Economics Debate About Secured Lending : Lessons for European Lawmaking ?*, 2008)
- **L'analyse de la relation débiteur-créanciers** permet d'expliquer ce phénomène :
 - Les **petites entreprises** n'ont pas d'autre choix que d'offrir des sûretés pour accéder au marché du crédit (et la garantie personnelle du dirigeant joue également un rôle essentiel)
 - Les **grandes entreprises** ont en théorie le choix car offrir des sûretés contribue à diminuer le coût de la dette ; en pratique, elles sont très réticentes à en concéder du fait 1) de la **perte de contrôle des actifs** formant l'assiette de la sûreté (cession, etc.), 2) du **coût réputationnel** = mauvais signal quant à leur solvabilité et 3) du **coût d'opportunité**, possibilités limitées d'offrir les mêmes actifs en garantie de nouveaux financements tant qu'ils sont grevés d'une sûreté

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Importance d'une procédure collective efficace pour les créanciers titulaires de sûretés (1)**
 - **Dans les pays développés** : la menace des procédures d'exécution accélérées étant suffisamment crédible à l'égard des débiteurs indûment récalcitrants, **l'enjeu est d'assurer la protection des droits des créanciers titulaires de sûretés en cas d'ouverture d'une procédure collective**, compte tenu de l'accroissement des problèmes de coordination entre créanciers d'un même débiteur, du fait de l'évolution de la finance
 - **Evolution de la finance** : du fait de l'innovation financière (accroissement du ratio dette/fonds propres et meilleure répartition du risque entre plusieurs mains), nombre d'entreprises ont une multitude de créanciers financiers et peuvent être **insolvables mais viables** (valeur d'entreprise supérieure à la somme de leurs actifs pris séparément, mais valeur d'entreprise inférieure à leurs dettes)
 - coordonner les créanciers financiers est essentiel pour préserver la valeur des entreprises et le recouvrement des créances
 - **émergences de conventions de rang** conduisant à de multiples prétentions de biens identiques

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Importance d'une procédure collective efficace pour les créanciers titulaires de sûretés (2)**
 - **Evolution de la nature des actifs et ressources** qui contribuent à la richesse d'une entreprise, importance des biens immatériels et des salariés → le sort des créanciers titulaires de sûretés est **de plus en plus dépendant du sort de l'entreprise dans sa globalité** (≠ de la seule valeur de ses seuls actifs matériels) même en cas d'opérations de financement d'actifs d'entreprises
 - **Conséquence** : intérêt pour les créanciers titulaires de sûretés de bénéficier d'**un cadre de restructuration des dettes efficace** (procédure collective) : respectueux des droits de priorité et qui facilite la négociation entre débiteurs et créanciers pour aboutir à un accord optimal rapidement
 - Constat empirique : Le **taux de recouvrement** des créanciers est **bien supérieur** lorsque la restructuration de la dette du débiteur découle d'un **processus (i) organisé et (ii) suffisamment en amont** de la survenance des difficultés que lorsque des mesures d'exécution sont mises en œuvre hors procédure (J. Armour & Co, *How do creditor rights matter for debt finance? A review of empirical evidence*, 2015)

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les créanciers titulaires de sûretés, hors procédure collective**
 - **Surveillance plus étroite** du débiteur : focalisation sur un actif en particulier dans l'évaluation de la capacité de solvabilité (interdépendance fréquente entre valorisation des biens et santé financière du débiteur)
 - Possibilité d'exiger **davantage d'informations** du débiteur et d'obtenir plus d'engagements
 - Limite le **recours à de la dette additionnelle** par le débiteur, grâce aux covenants
 - **Plus forte incitation du débiteur à repayer le prêt**, surtout si possibilité de récupérer le bien sans l'intervention d'un juge
 - Meilleure **surveillance** de la propension du débiteur à adopter des **stratégies excessivement risquées** « avec l'argent des autres » grâce aux covenants

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les créanciers titulaires de sûretés en procédure collective (1)**
 - Grâce au droit de préférence, la procédure collective ne devrait avoir **d'impact économique sur les créanciers titulaires de sûretés** (sur la valeur de leurs créances assorties de sûretés) aussi longtemps que les actionnaires et les créanciers chirographaires conservent des droits dans la société : c'est la règle de la **priorité absolue** (expression tirée du droit américain : « *absolute priority rule* »), autrement dit, la créance des créanciers titulaires de sûretés ne peut, ne serait ce qu'être étalée de force par le tribunal, tant que les droits des actionnaires ainsi que les droits des chirographaires sur le débiteur n'ont pas été complètement éteints.
 - Il faut distinguer la priorité absolue de la **priorité relative** qui est vivement critiquée par les économistes et qui permet notamment aux **créanciers chirographaires de conserver des droits même si les créanciers titulaires de sûretés sont affectés par le plan**
 - Pour un créancier titulaire de sûretés, le risque d'impayé n'est véritablement réduit qu'à la condition que **ses droits de priorité sur l'actif grevé soient opposables aux tiers** en cas d'ouverture d'une procédure collective

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les créanciers titulaires de sûretés en procédure collective (2)**
 - Lorsque la procédure collective est bien organisée, l'intérêt que tire un créancier de la détention d'une sûreté lors de l'arrêt des poursuites tient moins à l'opposabilité de cette sûreté au débiteur qu'à son **opposabilité aux autres créanciers susceptibles d'entrer en concours** avec lui (sous réserve que le créancier soit empêché de réaliser sa sûreté en procédure collective)

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les créanciers chirographaires en dépit de l'ouverture d'une procédure collective (1)**
- **Assurer le respect absolu du droit de préférence des créanciers titulaires de sûretés en procédure collective rend la procédure efficace** : on parle de procédure Pareto optimale à la condition qu'on raisonne par classe de créanciers (*Class Pareto Efficiency*) (R. Mann, *Explaining the Pattern of Secured Credit*, 1997) – il n'est pas possible d'accroître la richesse des titulaires de sûretés sans appauvrir les créanciers chirographaires pris dans leur globalité.
- Les opérations de financement sécurisées doivent être sanctionnées dès lorsqu'elles ne sont plus Pareto optimales = **les créanciers titulaires de sûretés savent par avance que le nouveau prêt sécurisé ne conduira qu'à l'accumulation d'un passif fournisseur du côté des tiers** et qu'ils sont les seuls à tirer profit de l'apport de liquidités (qui sert par ex uniquement à rembourser les créances non sécurisées antérieures de ces mêmes créanciers pourvoyeurs de nouvelles liquidités

→ Naissance d'une situation d'aléa moral à sanctionner, d'où l'intérêt d'une législation luttant contre le **soutien abusif** dans des circonstances bien particulières (cf Partie IV)

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les créanciers chirographaires en dépit de l'ouverture d'une procédure collective (2)**
- Les sûretés réelles **avantagent les créanciers financiers** en procédure collective au détriment de certains fournisseurs et titulaires de droits contingents qui n'ont pas la capacité de négocier les mêmes droits (« *non-adjusting creditors* ») puisque **ces derniers peuvent perdre leurs droits sur la société dès lors que le sort des créanciers titulaires de sûretés est affecté en plan de sauvegarde / continuation**
- Les créanciers titulaires de sûreté **sont susceptibles de créer des externalités** en cas de défaut du débiteur dans la mesure où, en contractant avec le débiteur, ils **réduisent le gage des créanciers chirographaires en cas d'ouverture d'une procédure collective**
- Externalités acceptables ?
 - Idée que les créanciers titulaires de sûretés surveillent le débiteur dans l'intérêt de tous et donc permettent de réduire les coûts de détresse financière
 - Idée que les **créanciers chirographaires sont globalement gagnants de l'apport de nouvelles liquidités**

Introduction : L'intérêt économique des sûretés réelles

- ❖ **Bénéfices tirés des opérations de financement sécurisées pour les créanciers chirographaires en dépit de l'ouverture d'une procédure collective (3)**
 - Débat académique fourni sur **l'opportunité de faire respecter le droit de préférence de manière absolue ou partielle** en procédure collective (D. Baird, *Priority Matters*, 2017 ; E. Warren, *Making Policy with Imperfect Information: The Article 9 Full Priority Debates*, 1997)
 - Consensus des partisans de l'analyse économique sur la **nécessité de maintenir une préférence absolue** en faveur des créanciers titulaires de sûretés en cas d'ouverture d'une procédure collective
 - **La préférence accordée aux créanciers titulaires de sûretés est efficiente**, au sens où elle permet de maximiser la valeur des actifs du débiteur considéré en dépit des externalités :
 - **L'apport de nouvelles liquidités** favorise l'ensemble des créanciers chirographaires en permettant de diminuer la probabilité de défaut
 - **Les fournisseurs ne sont pas, dans l'ensemble, moins incités à poursuivre des relations commerciales** avec un débiteur en difficulté du seul fait de la présence de créanciers titulaires des sûretés (la réaction première sera d'exiger d'être payé comptant)

PARTIE I

Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **1^{er} écueil du droit français : un effet redistributif trop important du droit des entreprises en difficulté conduit à neutraliser le droit de préférence conféré par les sûretés (1)**

- Deux problèmes majeurs :
 - La procédure collective ne garantit pas aux créanciers de **préserver plus de valeur que si la société avait été liquidée** → au nom de la préservation de l'emploi, on choisit des options qui sont économiquement destructrices de valeur et donc indirectement très coûteuses pour les créanciers titulaires de sûretés, mais aussi pour l'emploi à moyen-long terme

 - La procédure collective ne garantit pas aux créanciers titulaires de sûretés un droit de préférence absolu (≠ partiel) sur **les créanciers chirographaires** ; la consultation de la Chancellerie lancée le 4 janvier 2020 privilégie la règle de préférence partielle en **imposant systématiquement l'accord du débiteur (et donc de l'actionnaire de contrôle)** sur un plan prévoyant l'éviction forcée des actionnaires

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **1^{er} écueil du droit français : un effet redistributif trop important du droit des entreprises en difficulté conduit à neutraliser le droit de préférence conféré par les sûretés (2)**
- Utilisation du droit des entreprises en difficulté pour modifier significativement les contrats de départ avec l'idée que cela protégera davantage les emplois (cf. Droit & Croissance, Présentation sur l'inefficacité du droit des entreprises en difficultés, 2020)
- L'important effet redistributif du droit des entreprises en difficulté conduit à **significativement porter atteinte aux droits de préférence des créanciers titulaires de sûretés « classiques »** (à distinguer des sûretés exclusives qui échappent à la discipline collective)
- Alors qu'il **n'a pas été démontré empiriquement** que pénaliser les créanciers titulaires de sûretés en procédure collective favorise la poursuite des entreprises et donc l'emploi, **au contraire** (J. Armour & Co *How do creditor rights matter for debt finance? A review of empirical evidence*, 2015 et Andrea Polo, *Secured Creditor in Bankruptcy: Costs and Conflicts*, 2012)

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **1^{er} écueil du droit français : un effet redistributif trop important du droit des entreprises en difficulté conduit à neutraliser le droit de préférence conféré par les sûretés (3)**
 - Trois exemples en pratique :
 - **Le plan de cession à un prix symbolique** réduit quasiment à néant l'intérêt du **nantissement du fonds de commerce** (sauf si nantissement résulte du financement dudit fonds de commerce qui bénéficie d'un régime dérogatoire) : le seul intérêt d'un tel nantissement est alors d'empêcher sa cession en dehors d'une procédure collective sans l'accord des créanciers
 - **Le plan de continuation imposé sur 10 ans à taux d'intérêt constant** avec possibilité d'un versement de 65% de la valeur faciale de la créance en année 10 ou d'un abandon de créances peut s'appliquer en dépit de l'opposition de l'ensemble des créanciers titulaires de sûreté : **singularité au niveau mondial**
 - **Etendue de l'assiette du privilège des salariés beaucoup trop important** (même les indemnités de congé en bénéficient)

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **2^{ème} écueil du droit français : la réaction du législateur consistant à faire échapper les créanciers titulaires de sûretés à la discipline collective est destructrice de valeur (1)**
- Importance de la discipline collective imposée par les procédures collectives pour lutter **contre la tragédie des biens communs** (recherche du profit individuel de manière isolée au détriment de l'utilisation optimale des ressources communes) et maximiser la valeur des actifs de l'entreprise
 - La discipline collective est importante **dans l'intérêt-même des créanciers titulaires de sûretés**
 - Les stratégies mises en place pour contourner la discipline collective ne sont **pas opportunes d'un point de vue économique, ni pour le débiteur, ni pour les créanciers titulaires de sûretés pris dans leur ensemble** (y compris les titulaires de sûretés « exclusives »)

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **2^{ème} écueil du droit français : la réaction du législateur consistant à faire échapper les créanciers titulaires de sûretés à la discipline collective est destructrice de valeur (2)**
 - La pratique a mis en place de nombreuses stratégies de contournement de la discipline collective, via l'introduction **de sûretés exclusives** (droit de rétention, clauses de réserve de propriété) **consacrées à tort** par la jurisprudence, puis par la loi en 2006.
 - Par opposition aux sûretés exclusives, **les sûretés « classiques »** confèrent un droit de **préférence neutralisé en pratique du fait qu'elles sont soumises à la discipline collective qui ne respecte pas la règle de la priorité absolue**
 - La solution est inopportune dès lors que le débiteur est viable et donc qu'il existe davantage de valeur à préserver dans l'intérêt de tous ; il est alors préférable de lui permettre de poursuivre son activité normalement plutôt que le contraindre à se séparer de ses actifs, ou à l'empêcher de pouvoir être réglé par ses clients : **tragédie des biens communs**

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **3^{ème} écueil du droit français : Le maintien d'un principe de spécialité des sûretés est excessivement coûteux pour les entreprises (1)**
- **Principe de spécialité des sûretés** = délimitation nette de l'assiette des sûretés en garantie d'une créance déterminable et le régime d'une sûreté dépend essentiellement de la nature des actifs composant l'assiette qui doivent être objectivement homogènes (meubles versus immeubles par ex)
 - Multiplication des types de sûretés ayant chacune un **régime légal spécifique** en fonction de leur assiette et conférant **des droits de préférence à géométrie variable en fonction de la capacité de la sûreté à échapper à la discipline collective** (par ex. existence ou non d'un droit de rétention fictif ou réel) : **la multiplication de catégories de sûretés conduit à établir des distinctions entre créanciers qui n'ont pas lieu d'être**
 - L'attachement excessif à l'intitulé de *l'instrumentum* et non à l'opération économique sous jacente facilite le contournement de la discipline collective

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **3^{ème} écueil du droit français : Le maintien d'un principe de spécialité des sûretés est excessivement coûteux pour les entreprises (2)**
- Principe de spécialité des sûretés = **émiettement des sûretés, donc leur multiplication au service d'une même et unique opération** de financement sécurisée
 - Pour une même opération, **sûretés extrêmement coûteuses à mettre en place, ne serait-ce que du fait de leur nombre** (accroissement des frais de conseil)
 - **Security package très coûteux à adapter** tout au long de la vie de la société (ex. : pour obtenir de céder une filiale, il faut modifier l'ensemble de la documentation, ce qui accroît également les frais de conseil).
 - **Multiplication des défauts involontaires** du fait de la violation de covenants rendus illisibles du fait de la complexité de la documentation

Partie I : Les écueils du droit français à la lumière des enseignements de la recherche en économie

- ❖ **3^{ème} écueil du droit français : Le maintien d'un principe de spécialité des sûretés est excessivement coûteux pour les entreprises (3)**
- Importance **d'adopter des sûretés globales** = régime unique quelle que soit la nature des actifs qui constituent l'assiette dès lors qu'il s'agit de faciliter le financement de l'entreprise (Partie IV)
- Importance d'adopter une **approche fonctionnelle des sûretés** → les créanciers doivent être soumis à la discipline dès lors qu'ils participent à une opération de financement sécurisée, **peu importe la terminologie employée** (sûreté ou transfert à titre de garantie) dès lors que le débiteur conserve les attributs de la propriété

PARTIE II

Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

Partie II : Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

❖ La multiplication des sûretés exclusives (1)

- Les créanciers titulaires de **sûretés fondées sur la rétention** (refus de restitution possible en l'absence de paiement) sont favorisés de manière contestable : **prise en otage du débiteur** permise par la loi et/ou la jurisprudence selon des **critères incohérents** (ex. : privilège du transporteur)
- Généralisation **d'un droit de rétention fictif** pour les nantissements et gages sans dépossession produisant des effets en plan de cession ou liquidation uniquement → **intensification du droit de préférence à géométrie variable** → **imprévisibilité juridique** pour les créanciers

Partie II : Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

❖ La multiplication des sûretés exclusives (2)

- Multiplication des sûretés réelles **avec dépossession** alors qu'une évolution vers le gage sans dépossession (nantissement) était amorcée
- Exemple : **gage de stocks avec entiercement** qui permet de menacer l'entreprise en période d'observation de lui retirer sa première source de génération de trésorerie si le bénéficiaire n'est pas payé immédiatement

Partie II : Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

❖ La multiplication des sûretés exclusives (3)

- Les créanciers titulaires de sûretés fondées sur l'idée **d'un transfert de propriété par la seule volonté des parties et au regard de la dénomination de l'*instrumentum* juridique** sont favorisés : les créanciers sont supposés détenir la propriété de l'assiette de la sûreté alors qu'ils **n'en ont (presque) aucun des attributs**
 - **Fiducie-sûreté** : peut produire des effets dévastateurs lorsque son **assiette est très large** (exemple : fiducie sur les titres de filiales permettant de dépecer le groupe)
 - **Aménagement lorsque le constituant conserve l'usage ou la jouissance du bien transféré**: en cas de plan de sauvegarde / continuation, la fiducie ne confère pas un droit de préférence sur le bien, mais seulement en plan de cession / liquidation, alors pourquoi **parler de transfert de propriété si le créancier ne peut exercer d'action en revendication et se voit imposer l'étalement de sa créance ?**
 - Coût très important de la fiducie (frais de fiduciaire + frais de conseil pour une documentation très complexe)

Partie II : Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

❖ La multiplication des sûretés exclusives (4)

- **Crédit-bail** = juridiquement, opération de location avec option d'achat à terme ; en pratique, l'option d'achat existe pour un prix symbolique, **autrement dit, il n'y a aucune incertitude sur le fait que le preneur à bail deviendra l'acquéreur du bien à terme : la date de transfert de propriété est différée par la seule volonté des parties** (le preneur à bail n'a certes pas le droit de céder le bien, mais le débiteur qui a concédé au créancier la mise sous sûreté de son bien est dans la même situation)
- Favorise indûment les créanciers qui financent les actifs au détriment de ceux finançant les investissements en général (y compris l'embauche de salariés hautement qualifiés via les financements dits « *corporate* ») **car le bailleur est en droit d'exiger le règlement des loyers pendant la période d'observation** : Assèche indûment la trésorerie de l'entreprise en période d'observation
- Il n'est nécessaire de revenir à l'essence même de ce qu'est un bail versus une opération de financement avec transfert différé de la propriété

Partie II : Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

❖ La multiplication des sûretés exclusives (5)

- Multiplication des **sûretés sur les sommes d'argent permettant d'échapper à la discipline collective** : impact sur la **trésorerie**, par exemple :
 - **Cession Dailly** = cession de créances à titre de garantie au profit d'un établissement bancaire → la réforme en cours lancée par la Chancellerie en décembre 2020 permettrait d'élargir au bénéfice de **créanciers non bancaires**
 - **Nantissement de créance classique** : paiement par le débiteur directement dans les mains du créancier (ou l'agent des sûretés) en cas de défaut

Partie II : Effets pervers : panorama de l'éclatement des sûretés conférant un droit de préférence à géométrie variable

❖ Conclusion

- Les opérations de financement d'actifs sont relativement sécurisées en particulier grâce au recours du crédit-bail, par opposition aux opérations de financement corporate
- Les opérations de financement d'actifs qui ne sont pas sécurisées par des sûretés exclusives sont toutefois avantagées par rapport aux opérations de financement corporate compte tenu de **la reconnaissance pour certains créanciers titulaires de sûretés dans le cadre de financements d'actifs d'un droit de suite dans le patrimoine de tiers post procédure collective** (art. L. 642-12 C. com.), ce qui entraîne d'autres problèmes (impossibilité d'éteindre le passif en plan de cession)
- Ce que le **législateur prend d'une main** aux créanciers titulaires de sûretés en leur refusant la préférence absolue en procédure collective, **il le donne de l'autre main** à certains créanciers titulaires de sûretés sur la base de critères illisibles et incohérents
- **Cette myriade de sûretés est à l'origine d'importants effets pervers étudiés dans la partie suivante**

PARTIE III

Conséquences économiques du divorce entre le droit des entreprises en difficulté et le droit des sûretés



Partie III : Conséquences économiques du divorce entre le droit des entreprises en difficulté et le droit des sûretés

- ❖ **Impact ex post : destructions de valeur inutiles pendant la période d'observation du fait de la réduction de l'accès au crédit pour les entreprises les plus fragiles**
 - **Absence de nouveaux financements en période d'observation** en l'absence de marché du financement du fait de la défiance des créanciers, alors-même que des actifs de l'entreprise pourraient en théorie faire l'objet d'un nantissement
 - **Assèchement de la trésorerie de l'entreprise en période d'observation** par l'effet des sûretés exclusives (en particulier sur la monnaie et les stocks) qui empêchent le débiteur d'être réglé par ses clients ; cette situation, couplée à la réduction des délais de paiement par les fournisseurs défiants, **entraîne une explosion des besoins en fonds de roulement du débiteur**
 - L'administrateur judiciaire n'a pas d'autre choix que de raccourcir la période d'observation et donc, parfois, de provoquer la **vente de l'entreprise** dans des conditions ne permettant pas de maximiser la valeur → **impact sur le taux de recouvrement** des créanciers

Partie III : Conséquences économiques du divorce entre le droit des entreprises en difficulté et le droit des sûretés

- ❖ **Impact ex ante : Assèchement du crédit bancaire corporate *ex ante***
 - **La limitation de l'accès au crédit bancaire conduit à des situations de dépendance excessive au crédit fournisseur** : accroît le risque des faillites en chaîne et d'allongement des délais de paiement, qui est un frein au développement des très petites entreprises
 - Le **financement *corporate* « sécurisé »** qui permet le **financement de l'innovation**, par opposition au financement d'actifs, est largement perdant ; or les études empiriques montrent une nette augmentation de la proportion d'actifs immatériels dans les bilans des entreprises ces 35 dernières années, qu'il faut pouvoir financer dans de bonnes conditions (C. Corrado, et Ch. Hulten, *How do you measure a 'technological revolution*, 2010)
 - **Augmentation du coût du capital difficilement mesurable** car l'amélioration de l'efficacité des sûretés réelles conduit à élargir l'accès au crédit à des entreprises peu solvables pour lesquelles les créanciers vont demander des rémunérations élevées

Partie III : Conséquences économiques du divorce entre le droit des entreprises en difficulté et le droit des sûretés

- ❖ **Sûretés inefficaces = prise de garanties disproportionnées en nombre au regard du montant global du prêt**
 - Une étude comparée du taux de recouvrement des créanciers titulaires de sûretés en procédure collective a montré des différences de recouvrement significatives entre UK, Allemagne et France ; conséquence : les **débiteurs français doivent donner un nombre « disproportionné » de sûretés « classiques »** au regard du montant global du prêt (S. Davydenko et J. Franks, *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K*, 2008)
 - **Coût d'opportunité pour le débiteur** qui donne trop vite la totalité de ses actifs en gage (sans possibilité d'avoir un nantissement rechargeable) et voit donc sa capacité à obtenir de nouveaux crédits obérée
 - Recours **excessif aux sûretés personnelles** avec des effets indésirables pour les dirigeants, ainsi qu'aux **sûretés exclusives** qui permettent d'éviter la discipline collective

PARTIE IV

Pistes de réconciliation des deux droits: propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible



Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ La nécessaire réaffirmation du droit de préférence des créanciers titulaires de sûreté en procédure collective (1)
 - L'impossibilité pour un créancier titulaire de sûretés réelles « classiques » d'opposer efficacement ses droits aux créanciers chirographaires est donc un défaut majeur des procédures collectives françaises, qui font indûment primer les titulaires de sûretés exclusives
 - Consultation en cours de la Chancellerie en vue de l'introduction à venir d'un **nouvel article 2323 du Code civil** qui conduit à **entériner les erreurs passées** : « *La sûreté réelle est l'affectation d'un bien ou d'un ensemble de biens, présents ou futurs, au paiement préférentiel ou exclusif du créancier* »
 - En le distinguant des droits exclusifs, on introduit dans la loi l'idée que le **droit de préférence est partiellement (et non totalement) opposable** aux autres créanciers, notamment chirographaires

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ **La nécessaire réaffirmation du droit de préférence des créanciers titulaires de sûretés en procédure collective (2)**
 - **Contradiction profonde avec l'autre consultation en cours** de la Chancellerie sur la transposition de la directive sur les cadres de restructuration préventifs qui prévoit que s'applique par principe **la règle de la priorité absolue en procédure de sauvegarde**
 - On **renforce à tort la légitimité des sûretés-propriétés** par la même occasion, en introduisant l'idée d'un paiement exclusif du créancier

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ **La nécessaire réaffirmation du droit de préférence des créanciers titulaires de sûretés en procédure collective (3)**
- **Solution** : prévoir sur le fondement de la directive qu'il existe, en procédure collective, autant de classes de créanciers qu'il existe de sûretés réelles
 - Ainsi, le créancier bénéficiaire d'une sûreté réelle deviendrait prioritaire à hauteur de la valeur du sous-jacent et chirographaire pour la différence (principe existant aux Etats Unis dans le cadre d'une procédure dite de Chapter 11)
 - Ce principe n'est pas clairement édicté par la directive sur les cadres de restructuration préventifs : **nécessité de l'acter dans la loi pour ne laisser place à aucune incertitude**

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ **La nécessaire réaffirmation du droit de préférence des créanciers titulaires de sûretés en procédure collective (4)**
 - Prévoir que **l'accord du débiteur n'est pas nécessaire pour imposer un plan** aux actionnaires mais aussi aux créanciers chirographaires (option contraire prise par la Chancellerie dans la consultation en cours), sauf pour les PME pour lesquelles la directive ne laisse pas le choix
 - **L'étalement des créances des titulaires de sûretés classiques ne peut donc leur être imposé tant que les créanciers chirographaires et les actionnaires conservent des droits** (meilleur traitement qu'en cas de fiduciaire sur des biens utiles au constituant) → meilleur sort que le bénéficiaire d'une fiducie dont l'assiette sert à la poursuite de l'activité
 - Incertitude dans le projet d'ordonnance de la Chancellerie sur la possibilité pour le tribunal d'imposer un plan (application à géométrie variable)

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ La nécessaire réaffirmation du droit de préférence des créanciers titulaires de sûreté en procédure collective (5)
 - **Exemple** : Deux types de créanciers, privilégiés et chirographaires :
 - Créanciers **privilégiés** titulaires d'une créance de 350M avec un gage de stocks à hauteur de **200M**
 - Autres créanciers **chirographaires** à hauteur de **250M**
 - Valeur d'entreprise = **300M**
 - Les créanciers privilégiés titulaires d'un gage de stock passent devant les chirographaires à hauteur de 200M (sans qu'il leur soit besoin de déposséder le débiteur), ce qui laisse **300 - 200 = 100M de valeur d'entreprise à partager** entre les créanciers chirographaires
 - Ces mêmes créanciers privilégiés sont chirographaires à hauteur de 150M (même situation qu'en cas de dépossession car leur gage de stock n'est pas suffisant pour couvrir les 300M) et partagent les 100M restants avec les autres chirographaires : **100M + 250M = 350M** de créances chirographaires pour une assiette de 100M à répartir

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

❖ Quel équilibre trouver dans le cadre de la procédure collective ? (1)

- Importance de trouver un **certain équilibre** entre les droits des créanciers titulaires de sûretés et les autres en cas d'ouverture d'une procédure collective
- **Illustration : principe d'*adequate protection*** aux Etats-Unis qui protège les créanciers titulaires de sûretés contre la baisse de l'assiette du sous-jacent via un droit à l'indemnisation des créanciers titulaires de sûretés (sans parler du droit à provoquer la levée de l'arrêt des poursuites si le bien n'est pas utile à la poursuite de l'activité)

→ La directive européenne n'en dit mot alors qu'il est **fondamental dans le régime du Chapter 11** dont elle s'est inspirée

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

❖ Quel équilibre trouver dans le cadre de la procédure collective ? (2)

- La loi ne doit cependant **pas donner tous pouvoirs aux créanciers titulaires de sûretés en procédure collective** → Quels droits pour les créanciers titulaires de sûretés si la valeur « casse » au niveau des créanciers chirographaires ?
- **Royaume-Uni et Pays-Bas** : droit des créanciers à être payés immédiatement s'ils le souhaitent → le plan de continuation est alors conditionné au refinancement des créanciers titulaires de sûretés
- **Etats-Unis** : possibilité de forcer les créanciers à conserver les mêmes droits avant l'accélération du terme, du fait de l'ouverture de la procédure collective, intérêt dans un contexte de crise de crédit

Partie IV : Évolutions à attendre des droits des créanciers dans le prolongement de la réconciliation du droit des sûretés et du droit des entreprises en difficulté

❖ Quel équilibre trouver dans le cadre de la procédure collective ? (3)

- Les situations d'**aléa moral** (= les créanciers privilégiés ne subissent pas les conséquences de leurs actes) sont certes rares : l'octroi de sûretés réelles conjointement à de nouveaux crédits apporte de nouvelles liquidités qui bénéficient exclusivement aux créanciers titulaires de sûreté qui avaient prêté antérieurement sans sûreté
- Nécessité cependant de lutter contre ces situations lorsqu'elles existent
 - Les cas de **soutien abusif** ne doivent **correspondre qu'à ces situations d'aléa moral**. Or, la loi prévoit des critères flous (garanties disproportionnées, etc.) qui n'y correspondent pas

Partie IV : Évolutions à attendre des droits des créanciers dans le prolongement de la réconciliation du droit des sûretés et du droit des entreprises en difficulté

- ❖ **Quel équilibre trouver dans le cadre de la procédure collective ? (4)**
 - Nécessaire **révision des règles de la période suspecte** du fait du caractère dépassé de la règle de la cessation des paiements (cf. Présentation Droit & Croissance sur les défauts du droit des entreprises en difficulté)
 - Nécessité de **sanctionner les changements dans l'ordre d'absorption des pertes** (et donc la violation de la règle absolue de priorité) sans contrepartie, dès l'instant où la société est insolvable
 - Difficulté d'appréciation rétrospective par le tribunal car il ne s'agit pas d'une notion juridique → comment défaire les opérations qui conduisant à des transferts de richesse indus sans pour autant créer trop d'imprévisibilité juridique ?

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ Pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés afin de réduire les tentatives de contournement de la discipline collective (1)
 - L'approche fonctionnelle consiste à qualifier de sûretés des instruments produisant des effets juridiques **en fonction du seul but poursuivi par les parties** : octroyer du crédit dans de bonnes conditions → contredit l'opportunité de l'immixtion de la loi aux fins de réglementer les droits et obligations des parties en fonction de l'intitulé de l'*instrumentum* choisi
 - Bien que la définition des sûretés en droit américain soit, dans les textes, comparable à celle du droit français, les tribunaux appliquent le principe ***substance over the form*** et privilégient ce faisant la nature économique concrète des sûretés sur leurs intitulés
 - Aux Etats-Unis, les tribunaux sont régulièrement amenés, après l'ouverture d'un *Chapter 11*, à déterminer la nature exacte des droits du débiteur (In United Airlines, Inc. v. HSBC Bank USA, N.A., la 7th Circuit Court of Appeal : « ***a court must consider the substance of a transaction, rather than its form, in determining whether a transaction is a "true lease" or a disguised secured financing*** »

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ **Pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés afin de réduire les tentatives de contournement de la discipline collective (2)**
 - Il n'existe aucune raison, en droit français, de ne pas suivre le même principe (v. Cass. com. 10 déc. 2003, no. 01-11.923 : la mise en œuvre d'un régime d'ordre public (en l'espèce le statut d'un agent commercial) « *ne dépend ni de la volonté exprimée par les parties dans le contrat, ni de la dénomination qu'elles ont donnée à leurs conventions mais des conditions dans lesquelles l'activité est réellement exercée* ») → **aucune raison que cette jurisprudence ne s'applique pas au régime d'ordre public des entreprises en difficulté**
 - L'approche fonctionnelle des sûretés limite **la tentation d'utiliser des constructions juridiques dans le seul but d'éviter la discipline collective**
 - Son adoption conduirait à la **disparition des sûretés exclusives** grevant aujourd'hui le patrimoine des sociétés

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ Pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés afin de réduire les tentatives de contournement de la discipline collective (3)
 - L'adoption de l'approche fonctionnelle favorisait l'abandon du principe de spécialité des sûretés : problème de l'attachement à la *summa divisio* des meubles et immeubles qui conduit à un émiettement des sûretés – **insuffisance des avancées récentes** (comme le gage sur créances futures et le nantissement sur les universalités de fait ou le nantissement de compte-titres)
 - Maintien pourtant de cette logique avec le projet d'article 2324 du Code civil : « [...] **Elle est mobilière ou immobilière, selon qu'elle porte sur des biens meubles ou immeubles [...]** »
 - Inverser le principe : **tout ce qui n'est pas spécifiquement interdit** par le droit des sûretés **ou ne porte pas atteinte aux règles d'ordre public du droit des entreprises en difficulté** (discipline collective, respect de l'ordre de priorité initial, maximisation de la valeur des actifs...) **est licite** → **renouveau de la liberté contractuelle permettant une meilleure lisibilité du droit**

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ Pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés afin de réduire les tentatives de contournement de la discipline collective (4)
 - L'adoption de l'approche fonctionnelle permettrait la mise en place de sûretés à l'assiette très large sur actifs circulants (et pas seulement sur les actifs fongibles) sur le modèle des *floating charges* de droit anglais et de l'hypothèque ouverte de droit québécois
 - Contexte de diminution des actifs matériels dans le bilan des entreprises favorable à ces sûretés larges
 - Assurer l'effectivité des rangs de créanciers (cf. émergence des *second liens* aux Etats-Unis) → une solution aujourd'hui facilitée par la multiplication des crédits syndiqués et des conventions de rang (même en présence d'émissions obligataires)
 - Différents types de créanciers pourraient choisir un rang en fonction de leur appétence au risque sous réserve que les créances garanties par chacune des catégories de créanciers soient clairement définies ; importance du respect des rangs par le droit des entreprises en difficulté pour favoriser l'hypothèque rechargeable

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

- ❖ **Pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés afin de réduire les tentatives de contournement de la discipline collective (5)**
 - L'adoption d'une approche fonctionnelle permettrait le renouveau de la liberté contractuelle et **faciliterait un certain degré d'harmonisation au niveau européen**
 - Nombre important de PME ayant des filiales dans plusieurs Etats Membres → la multiplication des différents régimes est un véritable frein à l'accès du crédit des PME en Europe
 - A mettre en perspective avec la proposition de **l'association Henri Capitant** de créer un code européen des affaires qui conduirait à créer au niveau européen un cadre juridique aux effets pervers identiques

Partie IV : Pistes de réconciliation des deux droits : propositions pour un cadre juridique cohérent et lisible

❖ La modernisation des règles de la publicité

- Le droit des sûretés doit **organiser la publicité** qui est une condition de l'opposabilité des droits aux tiers
- Nécessité de créer un **registre unique recensant l'ensemble des sûretés par société** ; il devrait être également possible de donner une idée plus précise de leur assiette que ne le font les registres actuels, notamment en mentionnant le montant des créances (et, si le montant varie, les termes et conditions des créances)
- Le registre doit être commun à tous les Etats-membres de l'Union européenne

Contact

Sophie VERMEILLE

Fondatrice

Droit & Croissance

Rules for Growth

+ 33 (0) 6 73 04 89 90

svermeille@droitetcroissance.fr

www.droitetcroissance.fr

<http://fr.linkedin.com/in/sophievermeille>

