



**LA DIRECTIVE RESTRUCTURATION :
UN TEXTE SANS SOCLE
INTELLECTUEL COHERENT,
MAIS UNE OPPORTUNITE UNIQUE
POUR LA FRANCE**

**Plaidoyer pour une
transposition conforme à
l'analyse économique du droit**

Par Vasile Rotaru et Sophie Vermeille



I.	Introduction.....	3
II.	L'approche économique des restructurations préventives.....	8
1.	Les procédures collectives dans une perspective économique	8
1.1.	Les objectifs des procédures collectives.....	8
1.1.1.	La facilitation du financement ex ante	8
1.1.2.	La distribution efficace des ressources ex post	9
1.2.	La creditor's bargain theory : une négociation hypothétique derrière le voile de l'ignorance.....	11
1.2.1.	La nécessité du « voile d'ignorance »	13
1.2.2.	Les intérêts représentés dans les négociations hypothétiques	15
2.	Les restructurations préventives dans une perspective économique.....	18
2.1.	Les procédures préventives sont des procédures collectives comme les autres ¹⁸	
2.2.	Les spécificités des procédures préventives	19
2.2.1.	Une ouverture précoce dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes	19
2.2.2.	Des mesures spécifiques	20
2.1.1.1.	Les remises et les rééchelonnements des dettes	20
2.1.1.2.	La cession de l'entreprise aux tiers	21
2.1.1.3.	La cession de l'entreprise aux créanciers	22
III.	De quoi la Directive Restructuration est-elle le nom ?	25
1.	Les deux modèles de la Directive Restructuration : if it looks like a duck and quacks like a duck.....	26
2.	Les objectifs confus du législateur européen.....	30
2.1.	Un regrettable mélange d'objectifs incompatibles	30
2.2.	Un test de viabilité de l'entreprise nécessaire pour accéder aux procédures préventives	33
3.	Des améliorations sensibles du régime de suspensions de poursuites	35
3.1.	La justification économique de la suspension des poursuites	35
3.2.	Une possibilité de transposition conforme à l'analyse économique	37
4.	Une attribution du pouvoir décisionnel aux créanciers.....	39
4.1.	La justification économique de la dévolution aux créanciers du pouvoir décisionnel.....	39
4.2.	Le rôle trop important du débiteur sous la Directive Restructurations	41
4.2.1.	L'initiative d'ouverture des procédures.....	41

4.2.2.	Le droit de proposer un plan.....	41
4.3.	Le rôle accru des créanciers dans l’approbation des plans de restructuration.....	43
4.3.1.	L’application forcée au sein d’une classe de créanciers.....	43
4.4.	L’application forcée interclasse.....	49
4.4.1.	La justification d’une application forcée interclasse.....	49
4.4.2.	L’application forcée interclasse sous la Directive Restructuration	52
5.	Une consécration insuffisante de la protection des droits substantiels des créanciers exigée par la CBT.....	58
5.1.	Le “best interest of creditors test”.....	59
5.2.	Le traitement équitable des classes dissidentes.....	61
5.2.1.	La raison d’être du respect des règles de priorité : le droit de partager la plus-value de restructuration selon l’ordre des priorités.....	61
5.2.1.3.	Le partage de la plus-value de restructuration par une règle de priorité « relative ».....	65
5.2.2.	La règle de priorité tronquée et inefficace de la Directive Restructuration : un séisme à effet retardé.....	67
5.3.	Protection des créanciers contre un comportement abusif du débiteur	72
IV.	Les enjeux particuliers de la transposition française de la Directive Restructuration.....	74
1.	Favoriser l’émergence d’un marché secondaire efficient.....	75
1.1.	Une voie de sortie pour des créanciers impatients.....	75
1.2.	Une voie d’entrée pour les hedge funds de dette décotée.....	76
1.3.	La nécessité de relâcher les règles de confidentialité en France.....	78
2.	Réformer le droit des sûretés en cas de procédure collective.....	79
3.	Réformer le droit des procédures collectives pour assurer sa cohérence ...	80
V.	Conclusion.....	81

La Directive Restructuration : un texte sans socle intellectuel cohérent, mais une opportunité unique pour la France. Plaidoyer pour une transposition conforme à l'analyse économique du droit

Vasile Rotaru, *Élève-avocat, membre de Droit & Croissance*

et Sophie Vermeille, *Avocat à la Cour, fondatrice de Droit & Croissance*¹²

I. Introduction

1. Depuis la crise financière de 2008, la Banque centrale européenne a déployé des moyens inédits pour maintenir des taux d'intérêt historiquement bas dans la perspective de stimuler la croissance économique et de préserver l'Euro³. Cette politique accommodante a conduit à une véritable explosion du marché de la dette privée des entreprises, qu'il s'agisse du marché obligataire (en particulier du marché obligataire à haut rendement dit « *high yield* »)⁴ ou des prêts à fort effet de levier (dits « *leverage loans* »)⁵. Les faibles retours sur investissement des supports traditionnels d'investissement sur les marchés financiers (du fait de l'intervention de la Banque centrale européenne), expliquent l'attrait de nouveaux acteurs pour le segment de la dette d'entreprises à risque. Ainsi, on observe la multiplication d'acteurs non bancaires sur ces segments, à la recherche de rendements plus élevés que ceux désormais proposés sur les supports d'investissement traditionnels, et ce, en dépit (i) des risques qui sont associés au marché de la dette d'entreprise à risque⁶ ainsi que (ii) de la méconnaissance par ces nouveaux acteurs de l'environnement de restructuration d'entreprises, en cas de défaut du débiteur.

¹ Les vues exprimées dans le présent article sont exclusivement celles des deux auteurs. Les auteurs certifient qu'il n'existe aucune relation susceptible d'influencer, d'une manière ou d'une autre, le contenu des vues exprimées. Les auteurs remercient Adrien Bézert pour ses commentaires sur une version précédente du présent article.

² Droit & Croissance (D&C) est un think tank indépendant et nonpartisan, fondé en 2012 et ouvert à tous ceux partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. Depuis 2016, D&C est affilié à l'Institut Louis Bachelier, association à but non lucratif, placée sous la tutelle du Ministère de l'Économie et des Finances, regroupant 350 chercheurs. La mission de D&C est d'interpeller les acteurs publics et privés, ainsi que de nourrir les débats de la société civile, afin de faire valoir l'importance de la recherche en analyse économique du droit (Law & Economics) et en économie comportementale (Behavioral Economics).

³ V. Thibault Dubreuil et Olivier Klein, « La sortie de la politique monétaire très accommodante de la BCE : enjeux et défis », *Revue d'économie financière* N° 127, n° 3 (22 décembre 2017): 335-52.

⁴ V. OCDE, « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy - OCDE », OECD Capital Market Series, février 2019.

⁵ V. R. Wigglesworth, Non-bank lenders thrive in the shadows, *Financial Times*, 4 février 2019.

⁶ V. L. Kelly, Private equity plays risky game of musical chairs, *Financial Times*, 25 septembre 2018: "Private equity groups have never had it so good: they are raising record amounts of cash at the fastest pace in a decade. Dry powder, the industry's lingo for committed but

2. L'accroissement de la demande pour des instruments de dette à risque a naturellement déséquilibré le marché en faveur des emprunteurs. Ainsi, la qualité des emprunteurs (c'est-à-dire leur capacité future de remboursement de la dette) et des protections contractuelles des créanciers (les « covenants ») a drastiquement diminué⁷. Parallèlement, les structures des dettes privées sont devenues byzantines afin de financer les projets d'entreprises risqués et toujours plus endettés⁸. Cette nouvelle réalité économique est d'autant plus inquiétante que l'économie européenne approche la fin d'un cycle économique, certains facteurs laissant ainsi à penser qu'une crise de la dette privée est probable dans les prochaines années⁹, lorsque des montants très importants de dette arriveront à maturité¹⁰.
3. Les répercussions probables du futur retournement de cycle sur l'économie européenne et sur son système bancaire, ainsi que la nécessité de consolider l'Union des marchés de capitaux, ont motivé l'Union Européenne à envisager le développement d'un cadre commun de restructurations¹¹. Encore faut-il y rajouter le souci officieux de certains États membres, y compris la France, de réduire le *forum shopping* « vertueux » à l'œuvre dans les restructurations transfrontalières et dont profite depuis longtemps la place londonienne.

unspent cash on deals, is now at \$1.7tn and growing. But such a large volume of funds also brings its own pressure to deploy the capital.”

⁷ V. Bo Becker et Victoria Ivashina, « Covenant Light Contracts and Creditor Coordination », *Swedish House of Finance Research Paper No. 17-1*, s. d., qui note: “In 2015, 70% of newly-issued leveraged loans had weaker enforcement features, called covenantlight or « cov-lite; » this is nearly a three-time increase in cov-lite issuance compared to a previous peak in 2007”; V. aussi, S. Çelik, G. Demirtaş M. Isaksson, op. cit., p. 16: “In the post-crisis era, bond investors’ search for yield in an environment of historically low levels of interest rates seem to have given bond issuers an opportunity to weaken the protection that covenants offer.”

⁸ V. S. Indap, Investors in debt-laden companies face messy workouts, *Financial Times*, 22 janvier 2019.

⁹ V. R. Wigglesworth, Non-bank lenders thrive in the shadows, *Financial Times*, 4 février 2019.

¹⁰ Il faut en effet comprendre que ces dettes risquées ne sont pas amortissables, l'emprunteur ne fait que s'acquitter des intérêts pendant la durée du prêt, ce qui explique la formation de « murs de la dette ». V. OCDE, « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy - OCDE », 6: “Considering the size and maturity profile of the current outstanding stock of corporate bonds, corporations in both advanced and emerging markets are facing record levels of repayment requirements in the coming years”; p. 24: “For instance, up to 2023, companies in advanced economies are supposed to have repaid 47% of their corporate bond debt that was outstanding by the end of 2018. On the other hand, emerging market companies will need to have repaid 69% of the outstanding amount.”

¹¹ V. COM (2016) 723 : « Les problèmes liés au marché unique ne se limitent pas aux situations purement transfrontalières. Même des affaires d'insolvabilité purement nationales peuvent produire un effet domine sur le fonctionnement du marché intérieur. [...] Un instrument limité uniquement aux insolvabilités transfrontalières ne résoudrait pas les problèmes à l'échelle du marché unique. »

4. Une harmonisation des procédures collectives traditionnelles n'étant pas politiquement envisageable¹², la Commission a proposé un cadre pour les restructurations « préventives », c'est-à-dire intervenant en amont d'une insolvabilité formelle (problème de liquidité) du débiteur, des dettes financières des entreprises européennes, d'abord au travers de ses recommandations du 12 mars 2014¹³ et ensuite dans le projet de Directive sur les cadres de restructuration préventifs (« Directive Restructuration »).
5. Cette proposition s'inscrit dans un mouvement mondial favorable au développement des procédures préventives sans dessaisissement du débiteur (*debtor in possession*, ou *DIP*), qui sont par exemple la référence des nouvelles procédures singapouriennes¹⁴.
6. Le nouveau cadre proposé est censé répondre simultanément à deux problématiques. D'une part, le souci des pays latins de faciliter le refinancement à conditions équivalentes et à moindre coût des débiteurs européens¹⁵, pour éviter ainsi les situations d'insolvabilité et les pertes d'emplois subséquentes¹⁶. D'autre

¹² V. Horst Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », *European Business Organization Law Review* 18, n° 2 (1 juin 2017): 275: “undertaking this harmonization with respect to Member States’ ‘traditional’ insolvency regimes is sure to meet considerable political resistance. In particular, issues such as the governance of insolvency proceedings (including the role of the courts, insolvency administrators and the debtor), as well as the substantive ranking of claims are dealt with very differently across Member States, which reflects diverse regulatory traditions and contested value judgments.”

¹³ V. EC (2014) 1500.

¹⁴ Généralement, Aurelio Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law » (Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 6/2018, 20 décembre 2018), <https://papers.ssrn.com/abstract=3290366>; ; pour Singapour, v. Gerard McCormack et Wai Yee Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore’s Restructuring and Insolvency Laws: Opportunities and Challenges », *Journal of Corporate Law Studies* 19, n° 1 (2 janvier 2019): 69-104.

¹⁵ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 279: “Simply put, the Commission’s thesis is as follows: (i) financing costs of firms are a function of recovery rates for lenders in bankruptcy – the higher these recovery rates, the lower the financing costs; (ii) (allegedly) efficient pre-insolvency restructuring proceedings maximise recovery rates for creditors; (iii) it is therefore important that firms in Europe have access to such proceedings regardless of where they are located – large listed firms are able to cross-border forum shop for an efficient restructuring regime in another European jurisdiction, SMEs will not enjoy this opportunity; and thus, (iv) the European lawmaker must harmonise pre-insolvency restructuring proceedings so that all European firms benefit from lower financing costs.”. V. aussi COM (2016) 723, 17: « La proposition contribuera en particulier à éliminer les coûts ex ante supplémentaires supportés par les investisseurs lorsqu'ils doivent évaluer les risques associés à des débiteurs en proie à des difficultés financières dans un ou plusieurs États membres, ainsi que les coûts ex post supportés par les entreprises en phase de restructuration qui ont des établissements, des créanciers ou des actifs dans d'autres États membres, généralement dans le cadre de restructurations de groupes internationaux d'entreprises. »

¹⁶ V. Directive Restructurations, considérant 2 : « Ces cadres devraient optimiser la valeur totale pour les créanciers, les propriétaires et l'économie dans son ensemble et prévenir d'inutiles suppressions d'emplois et pertes de connaissances et de compétences. »

part, à la préoccupation des pays nordiques de faciliter l'assainissement des bilans des banques en diminuant le nombre des prêts non performants¹⁷.

7. Le texte finalement retenu est le fruit de difficiles négociations, s'agissant notamment des règles concernant la suspension des poursuites individuelles, l'adoption des plans de restructuration et la protection des droits des créanciers. Pour la Commission européenne, l'enjeu de cette proposition était avant tout l'harmonisation européenne des procédures de restructuration financière. Le cadre proposé s'inspirait largement du *Chapter 11* « du deuxième âge »¹⁸ et des *Scheme of Arrangement* anglaises¹⁹. Le Conseil européen entendait quant à lui retenir la plus grande flexibilité au profit des législations nationales²⁰.

¹⁷ V. COM (2016) 723 : « Des cadres efficaces en matière d'insolvabilité sont particulièrement importants, sur le plan économique, dans le secteur financier, confronté à des niveaux élevés d'endettement privé et de prêts non productifs, comme c'est le cas dans certains États membres. La Banque centrale européenne a recensé, dans son évaluation globale de 2015, des expositions non productives dans le système bancaire pour un montant total de 980 milliards d'EUR. Ces prêts pèsent lourdement sur la capacité des banques à financer l'économie réelle dans plusieurs États membres. »

¹⁸ Il s'agit des procédures consensuelles pratiquées aux États-Unis entre 1978 et le milieu des années 1990, fondées sur le « creditor's bargain theory » et laissant la plus grande place aux négociations entre le débiteur et les créanciers, alors qu'initialement, les juges jouaient un bien plus grand rôle. L'idée de départ est de dire que les procédures collectives devaient être seulement le prolongement des contrats conclus entre les créanciers et leur débiteur et servaient à faciliter la coordination des créanciers d'un même débiteur entre eux. Depuis le milieu des années 1990, ces procédures consensuelles ont évolué dans la pratique. Alors qu'historiquement, elles donnaient lieu à une restructuration du capital et de la dette de l'entreprise débitrice, elles et s'assimilent désormais à des procédures essentiellement à caractère liquidatif, à l'issue de laquelle l'entreprise en activité est cédée. V. Mark J. Roe, « Three Ages of Bankruptcy », *Harv. Bus. L. Rev.* 7 (2017): 188: "The 1978 Code announced that, from thenceforward « [t]he parties are left to their own to negotiate a fair settlement... » [...] In the New Deal's 1938 chapter X, the court decided on the distribution of value in the restructuring, without deferring to the parties' deal. But in the 1978 Code, the creditors voted by class on a proposed deal.⁶⁵ If a majority of each class of similar creditors approved a plan, the decision-making structure called for no judicial finding on the plan's fairness, the value of the debtor, or whether the plan respected priority. Administration after 1978 was weak."

¹⁹ V. Paterson, Sarah, *Reflections on English Law Schemes of Arrangement in Distress and Proposals for Reform* (mars 3, 2017).

²⁰ Une volonté qui trouve un écho dans la critique du texte de la proposition initiale de la Commission par H. Eidenmüller, qui insiste sur la nécessité de maintenir la concurrence législative entre les États membres, quitte à également proposer un régime européen unifié choisi volontairement par les sociétés, Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 304: "The great advantage of having an optional European restructuring/insolvency regime in place is that it preserves horizontal regulatory competition between the Member States for the best restructuring/insolvency 'product' and adds a vertical dimension to that regulatory competition. [...] If the European regime fails, it simply would not be used. But, in any case, it will not be a system that creates mandatory European-wide inefficiencies, such as the draft RD, if adopted, would create. Likewise, it will not block Member States' incentives and freedom to experiment with new, potentially more efficient procedures."

8. Après de ces institutions, les différents négociateurs français visaient de leur propre aveu²¹ à préserver autant que possible le modèle des procédures préventives françaises, c'est-à-dire le couple conciliation / SFA ou SA²², tout en réformant le système de prise des décisions collectives dans les procédures de sauvegarde²³, et ce en dépit des critiques auxquelles a été exposée l'efficacité du modèle français quant à sa capacité d'assurer le retournement à long terme des entreprises²⁴.
9. Ces différentes pressions et divergences d'objectifs expliquent l'inachèvement de l'harmonisation et les hésitations du texte final de la directive, qui ne repose sur aucun socle intellectuel cohérent.
10. En effet, les États membres ont aujourd'hui deux choix à faire. D'une part, ils doivent choisir entre deux modèles formels de procédures, l'un reposant sur une procédure unique et publique, l'autre sur une procédure amiable combinée avec une brève procédure publique en guise de clôture.
11. D'autre part, ils doivent choisir entre deux manières divergentes de concevoir ce que visent à accomplir les procédures préventives : la préservation des entreprises coûte que coûte, ou la maximisation de la valeur des actifs de l'entreprise dans l'intérêt de toutes les parties prenantes. Comme nous allons le voir, seul ce deuxième objectif répond aux exigences de l'analyse économique des procédures collectives, souhaitée au départ par la Commission européenne.

²¹ Propos de M. Clément Tiret, Rapporteur du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (CIRI) lors du Colloque annuel du Master 2 OFIS, Sorbonne, 14 mars 2019.

²² On vise ici la possibilité, ouverte en droit français depuis la loi du 22 octobre 2010 (pour la sauvegarde financière accélérée, ou « SFA », régie par les articles L. 628-1 et suiv., notamment L. 628-9 et suiv. du Code de commerce) et la loi du 12 mars 2014 (pour la sauvegarde accélérée, ou « SA », régie par les articles L. 628-1 et suiv. du Code de commerce), pour un débiteur de solliciter d'abord l'ouverture d'une procédure de conciliation, confidentielle, pour organiser les négociations de restructuration avec ses principaux créanciers. Si aucun accord de conciliation n'est unanimement accepté par les créanciers appelés à la négociation, mais qu'un projet de plan « tendant à assurer la pérennité de l'entreprise » est susceptible d'être adopté selon les règles de majorité régissant le vote au sein des comités en procédure de sauvegarde, le débiteur peut solliciter l'ouverture d'une procédure de SA (concernant tous les créanciers soumis à l'obligation de déclaration de créances) ou d'une procédure de SFA (concernant les seuls créanciers financiers). Ces deux procédures jouent alors le rôle d'une phase rapide (3 mois non renouvelable pour la SA et 1 mois, renouvelable une fois, pour la SFA) de clôture de la conciliation en force, dans la mesure où il s'agit d'arrêter un plan de sauvegarde en dépit de l'opposition d'une minorité de créanciers récalcitrants. V. Pierre-Michel Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, Dalloz Action (Dalloz, 2018), n° 224.00 et suiv. et n° 225.00 et suiv.

²³ V. craignant initialement un débordement du modèle américain, J. Ernst Degenhardt, « Le droit français est-il conforme à la proposition de directive européenne du 22 novembre 2016 visant à harmoniser le droit des procédures collectives ? », *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2017, 153.

²⁴ V. not. Alain Pietrancosta et Sophie Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », *RTDF*, n° 1 (2010): 1; Sophie Vermeille, « Analyse des conséquences de l'inefficacité du droit français sur la restructuration des entreprises de taille significative » (*Droit et Croissance*, juin 2017).

12. Ces deux choix ne se recoupent pas forcément et il est parfaitement concevable, donc, que quatre types différents de procédures préventives émergent au sein de l'Union européenne. Il ne reste pas moins qu'une décision quant au modèle souhaité doit être prise, car les deux choix dictent la manière de procéder là où la directive laisse une marge de manœuvres aux législateurs nationaux.
13. Il est dès lors nécessaire, dans la course à la transposition qui ne tardera pas à s'engager entre les différents États membres²⁵, de clarifier la nature des options ouvertes, afin d'asseoir les futures procédures préventives françaises sur de solides bases conceptuelles, et d'assurer ainsi, dans la limite de ce qui est permis par le texte de la directive, leur cohérence et leur efficacité économique.

II. L'approche économique des restructurations préventives

1. Les procédures collectives dans une perspective économique

1.1. Les objectifs des procédures collectives

14. Il n'est pas aisé de s'accorder sur les objectifs exacts que doit poursuivre un régime répondant aux difficultés de l'entreprise. On constate néanmoins qu'il joue un rôle double. En amont, il détermine les conditions de financement de l'économie dans sa globalité. En aval, il favorise la poursuite de l'activité et la préservation des emplois fournis par certains débiteurs, lorsque leur entreprise est viable.

1.1.1. La facilitation du financement *ex ante*

15. S'agissant du premier objectif, il suffit de noter que le traitement qui est réservé aux créanciers en cas de difficultés de leur débiteur est un facteur majeur dans l'accès *ex ante* de ce débiteur au financement²⁶.
16. Dans ce sens, les procédures collectives ne sont pas un système fermé et isolé, mais doivent être vues comme un élément du système juridico-économique plus large²⁷. Sommairement, si le créancier a la certitude *ex ante* que ses intérêts seraient protégés efficacement, le risque de son investissement est réduit et le coût du financement pour l'entreprise abaissé²⁸.

²⁵ V. Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », *D.*, 2018, 2195.

²⁶ V. Sophie Vermeille et Adrien Bézert, « 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 ? », *RTDF*, n° 1 (2014): 166.

²⁷ V. Douglas G. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », *The Yale Law Journal* 108, n° 3 (décembre 1998): 589.

²⁸ V. l'un des articles fondateurs du mouvement Law and Finance, Rafael La Porta et al., « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance* 52, n° 3 (1997): 1131-50; V. aussi Robert K. Rasmussen, « The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives », *Washington University Law Review* 72, n° 3 (1 janvier 1994): 1159-1211; et Andrea Moro, Daniela Maresch, et Annalisa Ferrando, « Creditor protection, judicial enforcement and credit access », *The European Journal of Finance* 24, n° 3 (11 février 2018): 250-81, <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1216871>; Pour une analyse de l'importance

17. Deux éléments sont, à cet égard, fondamentaux : la protection efficace des droits des créanciers d'une part, la prévisibilité du traitement dont ils font l'objet en cas de procédure collective de l'autre. Dans la mesure où l'un des objectifs du droit des affaires en général est de diminuer le coût d'accès au capital, les deux éléments doivent être pris au sérieux²⁹.

1.1.2. *La distribution efficace des ressources ex post*

18. S'agissant du deuxième objectif, les choses deviennent plus compliquées. Certains auteurs pensent que l'objectif des procédures collectives doit être de réhabiliter toutes les entreprises qui rencontrent des difficultés, les enjeux économiques et sociaux d'une faillite étant trop importants³⁰.
19. Cependant, cela revient à faire fi du fait qu'une économie de marché est fondée sur la réussite de certaines et l'échec d'une majorité, ce qui n'est pas mauvaise chose si l'on raisonne en termes d'efficacité sur le long-terme³¹. Le propre du capitalisme est de créer les conditions de concurrence permettant aux meilleures entreprises de voir le jour³². Dans ce sens, maintenir artificiellement en activité une entreprise non viable ne fait que retarder l'inévitable et capter inutilement des ressources qui pourraient être mieux distribuées dans l'économie plus large³³. Tant que ces ressources restent captives, les entreprises potentiellement plus efficaces sont pénalisées, leur accès au financement étant plus compliqué. A long terme, c'est la croissance économique et la création d'emplois qui en portent les coûts.
20. C'est pourquoi l'objectif fondamental de tout régime de procédures collectives est d'identifier et traiter différemment les entreprises économiquement viables de celles qui ne le sont pas³⁴. Autrement dit, seules les entreprises dont la valeur en

des « safe harbours » pour le développement des marchés des produits dérivés, v. Philipp Paech, « The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours », *Oxford Journal of Legal Studies* 36, n° 4 (1 décembre 2016): 855-84.

²⁹ V. en réponse à un article précédent du Prof. F. Steffek, Sarah Paterson, « The Cost of Capital – the Normative Foundation of Corporate Law: A Reply », *European Company and Financial Law Review* 14, n° 2 (2017): 316–335.

³⁰ V. Donald R. Korobkin, « Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy », *Columbia Law Review* 91, n° 4 (1991): 766-68.

³¹ V. Douglas Baird, « A World Without Bankruptcy », *Law and Contemporary Problems* 50, n° 2 (1 avril 1987): 183; V. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », 580: « the cold realities of a market economy: Success is rewarded and failure is brutally punished. Most firms fail. Keeping firms intact that cannot effectively compete results in more harm than good over the long run ».

³² V. Joseph Alois Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (Routledge, 1976), 82-83.

³³ V. Thomas Jackson et David Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery », *Faculty Scholarship at Penn Law*, 1 juillet 2013, 5: « bankruptcy plays a crucial role in undergirding the mobility of assets to their highest and best use ».

³⁴ V. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », 581: « bankruptcy law exists to solve the problem of financial distress. Outside of bankruptcy, our legal system does not intervene to keep firms in economic distress in business »; Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 15: « a financially distressed firm should be restructured and kept alive ».

activité est supérieure à leur valeur en cas de liquidation par vente isolée d'actifs devraient être maintenues en activité.

21. Les autres objectifs du droit des entreprises en difficulté sont subordonnés à celui de l'organisation d'une telle partition. Si une entreprise n'est pas viable, la maintenir en activité uniquement pour préserver les emplois ne peut être qu'une solution court-termiste, nuisible à la création d'emplois à long terme³⁵. A bien y penser, donc, aucune contradiction ne devrait exister entre les considérations d'efficacité économique et les considérations d'équité des procédures collectives par rapport à toutes les parties prenantes, et il ne s'agit pas de sacrifier les unes sur l'autel des autres³⁶. Si les procédures collectives sont bien conçues, les deux considérations devraient converger à long terme.
22. Il est évident que cet objectif peut être difficilement audible dans un contexte de concentration croissante des pôles économiques, où des territoires entiers sont laissés à l'abandon. Il convient toutefois de rappeler qu'à trop faire preuve de volontarisme en « sauvant » des entreprises non viables, on prend le risque de pénaliser celles des entreprises qui devraient véritablement bénéficier d'une restructuration. En effet, ces procédures pourraient être alors systématiquement assimilées aux entreprises non viables. L'infamie qui accompagne les entreprises ayant fait l'objet d'une procédure collective, hautement préjudiciable pour leurs relations commerciales courantes et leur accès au crédit à l'avenir, ne pourra disparaître si le législateur continue à favoriser des sauvetages à tout prix des entreprises, en ignorant les conséquences économiques à long terme de son choix.
23. Lorsque la valeur de l'entreprise en activité est supérieure à sa valeur liquidative, il est dans l'intérêt des parties prenantes dans leur ensemble que l'activité de l'entreprise se poursuive. Il serait raisonnable, dès lors, que celles-ci se mettent d'accord pour assurer une maximisation de la valeur de l'entreprise. Simplement, le moment des difficultés venu, les parties prenantes sont confrontées à des

only if it is economically viable, i.e. if it does not suffer from financial and economic distress »; V. Guillaume Plantin, David Thesmar, et Jean Tirole, « Les enjeux économiques du droit des faillites », *Notes du conseil d'analyse économique* n° 7, n° 7 (1 décembre 2013): 1-12; V. également pour une étude comparative des fonctions attribuées au droit des entreprises en difficultés, Régis Blazy et al., « Analyse économique du droit de la faillite : les dix fonctions des procédures collectives », *Revue d'économie financière* N° 129, n° 1 (15 juin 2018): 117-60.

³⁵ V. Jackson et Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery »; Sarah Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », *Oxford Journal of Legal Studies* 36, n° 4 (2016): 3: « If capital is withdrawn from businesses which are failing and redeployed in businesses which are succeeding, the rest (in terms of jobs and prosperity) will follow. One the other hand ... if corporate bankruptcy law pursues the protection of jobs as an independent objective, capital may continue to be deployed in less-efficient producers in the economy ».

³⁶ V. pour une critique de certaines approches économiques du droit, qui négligent la préférence réelle des hommes pour des règles équitables, Michael B. Dorff et Kimberly Kessler Ferzan, « Is There a Method to the Madness? Why Creative and Counterintuitive Proposals Are Counterproductive », in *Theoretical Foundations of Law and Economics* (Ed. Mark D. White) (Cambridge University Press, 2008), 21-40.

problèmes de coordination susceptibles d'empêcher l'émergence d'un tel accord. Comme nous allons le voir, c'est l'existence même de ces difficultés de coordination, qui justifie, d'un point de vue économique, qu'il existe un droit des entreprises en difficulté.

1.2. *La creditor's bargain theory : une négociation hypothétique derrière le voile de l'ignorance*

24. Lorsque le débiteur, dont l'entreprise est par ailleurs viable, est confronté à des problèmes de liquidité qui l'empêchent d'accomplir ses obligations de paiement, les créanciers sont confrontés à certains problèmes d'action collective, largement étudiés dans le cadre de la théorie des jeux.
25. Les actifs du débiteur n'étant probablement pas suffisants pour satisfaire toutes les demandes par une vente isolée, les créanciers sont fortement incités à être les premiers à se servir du gage commun, mettant ainsi en danger la poursuite de l'activité, pourtant bénéfique pour l'ensemble des parties prenantes³⁷.
26. Autrement dit, ils sont confrontés au dilemme du prisonnier dans un contexte de gestion conflictuelle de ressources communes, dans la mesure où leurs actions individuelles rationnelles aboutissent à un résultat sous-optimal en l'absence de coordination³⁸.
27. Les difficultés financières du débiteur font obstacle à la bonne coordination des parties. D'une part, une telle coordination nécessiterait d'offrir des moyens de supervision et de contrôle efficaces à tous les créanciers au cours des négociations, afin de leur permettre de vérifier que le débiteur ne réserve pas un traitement préférentiel à certains d'entre eux³⁹. D'autre part, cette hypothèse correspond à une situation de tragédie des anticommons⁴⁰, dans la mesure où toute action

³⁷ V. Nicolaes Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2019), par. 2.10: "Although agreement on a collective approach is in the joint interest of the creditors, they will often be unable in practice to reach agreement on a coordinated approach to enforcement. A statutory system is therefore needed to resolve the prisoner's dilemma and facilitate collective action."

³⁸ V. sur le dilemme du prisonnier, par exemple, Steven Tadelis, *Game Theory. An Introduction* (Princeton University Press, 2013), 48; Sur la tragédie des communs et des anti-communs et son application en droit, v. Lee Anne Fennell, « Commons, anticommons, semicommons », in *Research Handbook on the Economics of Property Law* (ed. K. Ayotte et H. E. Smith) (Edward Elgar Publishing, 2011), 35-56.

³⁹ V. Barry E. Adler, « The Creditors' Bargain Revisited », *U. Pa. L. Rev.* 166 (2018): 1855: « each creditor would know that it could be left without recourse to any assets if it delayed its own action on the mere hope that the creditors would both find one another and agree to act collectively ».

⁴⁰ V. l'article fondateur Michael A. Heller, « The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets », *Harvard Law Review* 111, n° 3 (1998): 621-88. Il s'agit des hypothèses où les agents ne peuvent pas faire usage de certaines ressources sans obtenir l'accord préalable de tous les autres agents, chacun d'entre eux possédant un droit exclusif sur l'usage d'une partie des ressources en question. La tragédie des anticommons émerge lorsque les coûts transactionnels des comportements stratégiques des agents empêche la mise en commun des ressources, pourtant conforme à l'intérêt de l'ensemble de ces agents. Là où

individuelle d'un créancier récalcitrant déclencherait immédiatement une course destructrice de valeur de tous les autres.

28. Les coûts transactionnels dans une telle situation à haute tension sont simplement trop importants pour qu'une solution optimale puisse systématiquement émerger sans l'intervention d'un droit des entreprises en difficulté. En outre, il n'est tout simplement pas possible que les créanciers prévoient par avance dans le contrat de dette qui les lie dans un cas d'espèce au débiteur la manière dont ils entendent s'organiser pour régler les difficultés du débiteur en cas de difficultés. Face à l'imprévisibilité du monde réel, un tel contrat serait, en effet, nécessairement incomplet⁴¹.
29. La *creditor's bargain theory* (« CBT »), développée dans les années 1980 aux États Unis par Thomas Jackson et Douglas Baird⁴², part du constat de ces difficultés inhérentes pour essayer de déterminer les règles de droit susceptibles d'apporter une réponse satisfaisante au problème de coordination des créanciers. Cette théorie est demeurée fondamentale à l'approche économique des procédures collectives⁴³.
30. Le point central de la CBT est que les limitations des droits des créanciers, c'est à dire leur incapacité à pouvoir exiger immédiatement le remboursement de leurs créances arrivant à maturité, sont justifiées uniquement à la condition qu'elles correspondent à ce qu'aurait été accepté dans une négociation hypothétique *ex ante* par les parties prenantes elles-mêmes, conscientes des dangers qui viennent d'être

la tragédie des communs vise les cas où l'impossibilité de coordination entre les agents conduit à une perte de valeur, la tragédie des anticommons vise les cas où chaque agent est incité rationnellement à extorquer le plus de valeur possible de sa situation de monopole (ou de « holdout »).

⁴¹ V. l'article fondateur Oliver Hart et John Moore, « Incomplete Contracts and Renegotiation », *Econometrica* 56, n° 4 (1988): 755-85; Anthony J. Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy », *SSRN Electronic Journal*, 16 mars 2019, 26: « In times of distress, the proper response for each party in these relationships turns on the specific characteristics of the entire constellation of interests. The best way to choose between and implement a reorganization, going-concern sale, or liquidation, will turn on the state of the market, the causes of distress, and the relationships that exist between the parties. The specific causes of distress will impact the willingness and ability of outsiders to provide new capital and of insiders to take a haircut or forbear on enforcing claims. The specific agreements and relationships that exist at the time of distress will affect their ability and incentives to coordinate behavior. And so on. If we imagine claimants bargaining ex ante, they will face an insurmountable challenge in any attempt to write contingent substantive rules for every distress situation. The same will be true of any attempt to write those rules into legislation ».

⁴² V. Thomas H. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », *Yale Law Journal* 91, n° 5 (1982): 857-907; Douglas G Baird et Thomas H Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », *The University of Chicago Law Review* 51 (1984): 97 ; Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (Beard Books, 2001).

⁴³ V. cependant pour une alternative récente, Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy ».

exposés⁴⁴. On comprend bien que la CBT offre ainsi une vision que certains qualifieraient de « libérale » du droit des entreprises en difficulté, qui contredit la vision du droit des entreprises en difficulté que nous connaissons depuis la loi de 1985, assise sur l'idée d'un droit interventionniste dont le but est de sauver les entreprises et les emplois à tout prix à court terme.

31. Pour que la CBT puisse servir de socle intellectuel au droit des entreprises en difficultés, c'est à dire pour qu'on puisse considérer que le droit des entreprises en difficulté correspond à ce que les parties prenantes elles-mêmes auraient accepté dans le cadre d'une négociation hypothétique *ex ante*, deux conditions doivent être remplies.

1.2.1. La nécessité du « voile d'ignorance »

32. Même si les auteurs qui se reconnaissent dans cette approche du droit des entreprises en difficulté ne l'admettent pas toujours⁴⁵, il est fondamental que les parties prenantes soient derrière un « voile d'ignorance »⁴⁶ pour qu'on puisse considérer que le droit des entreprises en difficulté doit correspondre à ce que les parties prenantes auraient accepté dans une négociation hypothétique *ex ante*. Autrement dit, il ne convient pas de partir d'un cas particulier et d'imaginer l'issue de négociations hypothétiques, compte tenu des intérêts et pouvoirs de nuisance en présence dans le cas d'espèce, ces intérêts et pouvoirs de nuisances étant dus à la disparité des situations entre créanciers face à un même débiteur.
33. Plutôt, il faut imaginer une négociation entre des êtres rationnels qui ne connaissent pas leurs rôles respectifs dans un cas d'espèce précis. Par exemple, elles ignorent si elles vont se retrouver en position de créancier subordonné ou non, ou si elles ont prêté ou non aux côtés de prêteurs ayant des droits similaires à elles mais avec des créances beaucoup plus importantes et donc en situation de pouvoir

⁴⁴ V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 860: "a system designed to mirror the agreement one would expect the creditors to form among themselves were they able to negotiate such an agreement from an *ex ante* position"; Les créanciers accepteraient, pour utiliser l'image homérique, de se lier au mât dans leur propre intérêt. Pour un usage de cette image pour expliquer les limitations *ex ante* de la liberté d'action par des règles juridiques, v. Jon Elster, *Ulysses Unbound*, 2000.

⁴⁵ V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 869: « There are at least two ways of fashioning the argument. The first is to assume that creditors already know their non-bankruptcy entitlements, and, possessing those entitlements, attempt to agree, consensually, to a collective proceeding. This is the descriptive approach of the text, although it is subject to some limitations...It would be equally possible to invoke the Rawlsian veil of ignorance...The ultimate resolution, however, seems the same using either approach ».

⁴⁶ On vise ici à l'expérience de pensée utilisée par John Rawls pour fonder une théorie de justice procédurale. Il s'agit d'imaginer l'accord sur la distribution des ressources, droits et privilèges dans la société qui aurait été accepté par les parties prenantes lors d'une négociation hypothétique *ex ante* sans que ces négociateurs sachent quelles positions sociales ils vont occuper eux-mêmes dans la société. V. John Rawls, *A Theory of Justice. Revised Edition*, 2^e éd. (Harvard University Press, 1999), 118: « no one knows his place in society, his class position or social status; nor does he know his fortune in the distribution of natural assets and abilities, his intelligence and strength, and the like ».

davantage se faire entendre dans la procédure collective. Ces êtres rationnels sont ainsi obligés d'imaginer qu'ils pourraient occuper tout rôle juridiquement et économiquement imaginable (par exemple, celui d'un créancier muni de sûretés, d'un créancier chirographaire, etc.)⁴⁷.

34. A cette condition, ces êtres rationnels doivent internaliser le conflit entre les différents intérêts susceptibles de s'affronter lors d'une restructuration, sans avoir une préférence pour l'un ou l'autre (par exemple celui d'un créancier titulaire de sûretés ou non), dans la mesure où ils pourraient finalement assumer n'importe quel rôle dans la procédure collective dans un cas d'espèce⁴⁸. La négociation hypothétique peut donc aboutir à un résultat efficient, car tous les participants essaient d'identifier la meilleure manière de mettre en balance *les mêmes* intérêts, au lieu de défendre un intérêt particulier⁴⁹.
35. En revanche, le « voile de l'ignorance » n'empêche pas les participants à la négociation hypothétique *ex ante* de connaître les conditions durables du marché (par exemple, le fait que dans une économie développée, il existe désormais une multitude de créanciers aux droits différents), c'est-à-dire les caractéristiques générales des marchés réels dans lesquels le régime de procédures collectives qu'il s'agit de créer doit s'intégrer⁵⁰. Ce sont, comme nous allons le voir, ces conditions générales et les problèmes réels de coordination des parties prenantes qui s'y posent d'habitude qui justifient que le législateur intervienne pour imposer un

⁴⁷ V. Robert K. Rasmussen, « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice », *U. Ill. L. Rev.*, n° 1 (1994): 12: « Use of the veil of ignorance is indeed a valuable approach to assessing bankruptcy law. Rather than artificially narrowing the inquiry solely to a particular firm in distress, or specific creditors of that firm, use of the veil of ignorance permits an examination of a bankruptcy regime's overall effects on the way in which the basic structure distributes society's primary goods ».

⁴⁸ V. pour un argument montrant que les préférences stratégiques des agents qui négocient les règles de leur coopération future sont minimisées dans des situations de réversibilité des rôles ou de symétrie stochastique, c'est-à-dire lorsque les agents sont susceptibles d'assumer différents rôles (par exemple, tantôt acheteurs, tantôt vendeurs) pendant la coopération envisagée, Vincy Fon et Francesco Parisi, « Role-reversibility, stochastic ignorance, and social cooperation », *The Journal of Socio-Economics, Behavioral Dimensions of the Firm Special Issue*, 37, n° 3 (1 juin 2008): 1061-75.

⁴⁹ V. Rawls, *A Theory of Justice. Revised Edition*, 17: « For example, if a man knew that he was wealthy, he might find it rational to advance the principle that various taxes for welfare measures be counted unjust; if he knew that he was poor, he would most likely propose the contrary principle. To represent the desired restrictions one imagines a situation in which everyone is deprived of this sort of information. One excludes the knowledge of those contingencies which sets men at odds and allows them to be guided by their prejudices. In this manner the veil of ignorance is arrived at in a natural way ».

⁵⁰ V. pour la définition d'un voile épais, suivie d'une critique de ce deuxième aspect, Thomas Pogge, *John Rawls: His Life and Theory of Justice* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2007), 66: « the veil of ignorance deprives the parties not just of all particular knowledge about the individuals they represent. It also deprives them of any - even probabilistic - knowledge about the particular enduring conditions of their society ... This second deprivation is unnecessary for ensuring that the original position is fair ».

cadre de négociation⁵¹. Dans ce sens, les règles des procédures collectives ne peuvent pas être figées à jamais et doivent évoluer avec les conditions réelles du marché⁵². On comprend aisément pourquoi l'importation du droit américain des entreprises en difficulté dans certains pays de l'Europe de l'Est dans les années 1990 a été un échec, ces économies ne présentant pas les mêmes caractéristiques fondamentales et le même niveau de développement des marchés financiers que l'économie américaine⁵³.

1.2.2. *Les intérêts représentés dans les négociations hypothétiques*

36. La seconde condition nécessaire pour accepter la CBT tient à ce que l'on entend par « parties prenantes » à la négociation hypothétique. Il convient en effet de préciser quels sont les intérêts qui ont leur mot à dire dans la détermination du cadre juridique nécessaire à régler les problèmes de coordination. La position traditionnelle est de se limiter aux seuls intérêts des créanciers financiers, puisque ce sont essentiellement leurs droits qui se trouvent limités lors de l'ouverture d'une procédure collective⁵⁴, mais une telle restriction ne nous semble pas justifiée.
37. Tout régime des procédures collectives crée des externalités, c'est-à-dire qu'il a des effets sur les parties prenantes du débiteur et sur l'économie en général. Pour ne prendre qu'un seul exemple, l'établissement de crédit qui prête à un débiteur en ayant un accès privilégié à l'information mais sans se préoccuper des fondamentaux financiers et opérationnels de l'entreprise, dès lors qu'il parvient à négocier une sûreté de très bonne qualité sur les actifs du débiteur, provoque des dommages certains aux autres prêteurs qui ne bénéficient pas de la même information et n'ont pas le pouvoir de négociation suffisant pour exiger une sûreté aussi efficace. Dès lors, il semble légitime de prendre en compte les intérêts de tous

⁵¹ Par analogie avec le lien de causalité identifié par les Prof. Gilson et Gordon s'agissant des structures de gouvernance, on peut dire que les contours des règles efficaces de procédures collectives dépendent des problèmes concrets auxquels elles entendent apporter une réponse et, en ce sens, dépendent de l'état réel du marché du financement et des problèmes de coordination qui lui sont propres. V. Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism », *Columbia Law Review* 113, n° 4 (2013): 872 et suiv.: « Innovation in the capital markets determines the efficient structure of corporate governance; the manner in which risk is transferred and the corresponding governance structure that supports that transfer depend on capital market evolution ».

⁵² V. critiquant une approche détachée des conditions réelles du marché, Paterson, « The Cost of Capital – the Normative Foundation of Corporate Law », 318: « Yet often this 'economic' analysis of the law seems to us curiously detached from the reality of the situations with which we are concerned ».

⁵³ V. Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, et Jean-Francois Richard, « Economic development, legality, and the transplant effect », *European Economic Review* 47, n° 1 (2003): 165-95; Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, et Jean-Francois Richard, « The Transplant Effect », *The American Journal of Comparative Law* 51, n° 1 (1 janvier 2003): 163-204.

⁵⁴ V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 870 et suiv.; une conclusion analogue pourrait être justifiée en considérant que les procédures collectives ne sont que des modalités du contrat initial entre le débiteur et ses créanciers, v. Robert K. Rasmussen, « Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy », *Texas Law Review* 71 (1993 1992): 55-68.

ceux qui sont susceptibles d'être impactés au moment de définir le cadre juridique applicable⁵⁵.

38. Dans la mesure où tous les participants à la négociation hypothétique s'imaginent dans le rôle de toutes les parties impactées, un régime ne serait choisi que si les intérêts de la partie la moins avantagée sont maximisés. Autrement dit, cette condition permet l'émergence d'un régime Pareto-optimal⁵⁶.
39. En dépit des craintes apparentes de certains auteurs⁵⁷, cela ne signifie pas que des distributions économiquement efficaces seraient empêchées dès lors que dans un cas concret, les intérêts à court terme d'une partie prenante seraient sacrifiés. Il faut comprendre en effet que la CBT est un moyen de justification des règles des procédures collectives *in abstracto*⁵⁸. Or, lorsqu'ils négocient *ex ante* derrière le voile de l'ignorance, les parties s'imaginent dans tous les rôles possibles (créanciers, associés, employés, etc.). La question qu'ils doivent se poser, alors, est de savoir s'ils acceptent le risque que leurs intérêts à court terme soient sacrifiés (par exemple s'ils s'imaginent comme étant des employés d'une entreprise non viable et donc destinée à être liquidée) si ce risque est compensé par un gain à long terme profitant à l'ensemble des parties prenantes (par exemple un meilleur accès au crédit pour les entreprises fragiles).
40. La réponse semble être positive si l'on accepte notre raisonnement sur la justification des objectifs légitimes d'un régime de procédures collectives. Il semble rationnel pour tous les participants de concevoir un régime qui favorise l'accès au financement des entreprises, la distribution efficace des ressources et la croissance économique à long terme, puisque toutes les parties prenantes en bénéficient.
41. En même temps, il semble rationnel pour tous les participants de concevoir qu'un tel régime puisse imposer des limites aux créanciers qui ont le meilleur accès à l'information et le meilleur pouvoir de négociation, afin de garantir que d'autres

⁵⁵ Sur les considérations d'équité dans les restructurations, v. Sarah Paterson, « Debt Restructuring and Notions of Fairness », *Modern Law Review* 80 (13 juillet 2017): 600-623; Une telle considération est aussi exigée si l'on adopte une position habermassienne, selon laquelle une règle n'est justifiée que dans la mesure où tous ceux qu'elle affecte l'auraient accepté si un débat rationnel dans des conditions idéales pouvait avoir lieu, v. Jurgen Habermas, *Between Facts and Norms* (MIT Press, 1996), 107; V. expliquant pourquoi cette approche économique élargie est également conforme à la conception non utilitaire de la justice sociale telle qu'avancée par John Rawls, Rasmussen, « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice ».

⁵⁶ V. dans le contexte de la théorie de Rawls, Pogge, *John Rawls*, 49: « A top-level criterion of justice satisfying the anonymity and Pareto conditions will hold that one candidate social order is superior to another just in case there is some one-to-one mapping of individual well-being scores under the former into those under the latter such that, for all pairs, the first score is in at least one case higher and in no case lower than the second »; Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 24: « Justification for the proposed alternative enforcement system does exist if that alternative is Pareto superior to the existing collective enforcement system ».

⁵⁷ V. Rasmussen, « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice », 20.

⁵⁸ V. soulevant ce point, Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 24.

créanciers puissent également financer l'entreprise à des bonnes conditions⁵⁹. En effet, poussé à l'extrême, l'argument selon lequel le cadre juridique général doit nécessairement maximiser les droits des créanciers financiers senior titulaires de sûretés, c'est-à-dire des établissements de crédit, aboutit à un régime où toute erreur d'appréciation de ces créanciers senior conduisant à une perte de valeur *in fine* serait préjudiciable uniquement aux créanciers juniors et non à ceux qui s'en rendent responsables. Certains créanciers senior, et en particulier les établissements de crédit, qui ont le plus facilement accès à l'information liée à l'état financier et opérationnel du débiteur, ne seraient pas alors suffisamment incités pour prendre des décisions bénéfiques pour toutes les parties prenantes⁶⁰. Ce risque empêche le développement suffisant du marché obligataire⁶¹. Les entreprises à risque sont obligées alors de se limiter au seul financement bancaire⁶², ou à payer des importantes primes par rapport aux concurrents des juridictions favorisant le financement obligataire. Or, la recherche économique montre que l'accès des entreprises à des sources de financement diversifiées favorise leur croissance et augmente la résilience du système financier, ce dont les créanciers senior bénéficient aussi⁶³.

42. L'absence de tension possible entre les considérations d'efficacité économique et celles liées à l'équité se trouve ainsi illustrée, les deux étant alignées à long terme. Autrement dit, un régime de procédures collectives bien réfléchi ne sacrifie les

⁵⁹ V. notant que même aux Etats Unis, où les restructurations ne sont pas confidentielles, les créanciers senior peuvent abuser de leur situation dans le refinancement des entreprises en restructuration, B. Espen Eckbo, Kai Li, et Wei Wang, « Rent Extraction by Super-Priority Lenders », *Tuck School of Business Working Paper No. 3384389 (2019)*, 2019: « We present strong evidence of supra-competitive pricing of debtor-in-possession (DIP) loans to firms filing for Chapter 11 bankruptcy. Fully collateralized and with super-priority and strong covenants, DIP loans have near-zero default risk. Nonetheless, their spreads and fees exceed those of even junk-rated loans, adding billions to the borrowing costs of Chapter 11 firms ».

⁶⁰ V. sur les vertus d'une rétention du risque par ceux qui doivent prendre des décisions, Nassim Nicholas Taleb, *Skin in the Game: Hidden Asymmetries in Daily Life* (New York: Random House, 2018); Ingo Fender et Janet Mitchell, « Incentives and Tranche Retention in Securitisation: A Screening Model », *BIS Working Papers N° 289*, 2009; Saltuk Ozerturk, « Moral hazard, skin in the game regulation and CRA performance », *International Review of Economics & Finance* 52 (1 novembre 2017): 147-64.

⁶¹ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 23.

⁶² V. Bo Becker et Jens Josephson, « Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets », *The Review of Financial Studies* 29, n° 10 (1 octobre 2016): 2814-49: « our model predicts that safe firms will issue bonds (to avoid paying high interest rates required by banks), but higher risk firms, for which insolvency is more likely, issue bonds as long as bankruptcy is efficient. For less efficient bankruptcy regimes, however, risky firms are stuck with bank loans ».

⁶³ V. Financial Stability Board, « Corporate Funding Structures and Incentives », 2015; Soonwook Hong, « The Effect Of Debt Choice On Firm Value », *Journal of Applied Business Research (JABR)* 33, n° 1 (2017): 135-40.

intérêts à court terme d'un groupe de partie prenantes (créanciers ou employés par exemple) que si l'intérêt à long terme de toutes les parties prenantes le justifie.

2. Les restructurations préventives dans une perspective économique

43. Avant de procéder à l'analyse des règles justifiées à l'égard des objectifs des procédures collectives, grâce aux concepts de la CBT, il convient tout d'abord de préciser que les restructurations préventives n'y dérogent en rien.

44. En effet, ces procédures, qui peuvent conduire à une restructuration de la dette, du capital du débiteur et, le cas échéant, de son activité, ne sont qu'une alternative à la liquidation répondant aux mêmes objectifs et problématiques que celle-ci⁶⁴.

2.1. Les procédures préventives sont des procédures collectives comme les autres

45. Comme le souligne le Professeur Eidenmüller, que ce qui caractérise les procédures collectives n'est pas l'insolvabilité effective du débiteur, mais bien le fait qu'elles répondent aux problèmes de coordination des créanciers⁶⁵.

46. Ce type de problème peut faire surface avant que le débiteur soit formellement insolvable, c'est à dire avant qu'il connaisse un problème de liquidité. Tel est notamment le cas si certains créanciers, voire des associés, anticipent les difficultés du débiteur et agissent pour protéger leur intérêt égoïste en urgence, au détriment des autres parties prenantes. Une telle situation est de nature à compromettre des négociations en amont de l'insolvabilité entre le débiteur et ses créanciers.

47. C'est la raison pour laquelle les procédures préventives, qui tendent à s'imposer comme nouvelle norme internationale⁶⁶, sont des procédures collectives comme les autres. Quelle que soit leur forme, publique ou confidentielle, avec ou sans dessaisissement du débiteur, concernant tous les créanciers ou seulement certains d'entre eux, dès lors que les procédures envisagées apportent une réponse aux problèmes de coordination des créanciers, il ne s'agit que de variations sur le même thème. Il s'ensuit qu'elles ne sont justifiées qu'eu égard aux mêmes objectifs, c'est à dire de maximiser la valeur des actifs de l'entreprise dans l'intérêt de toutes les

⁶⁴ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 210, qui parle des procédures de restructuration comme "debt-collection device".

⁶⁵ V. Horst Eidenmueller, « What Is An Insolvency Proceeding? », *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 335/2016*, 2017, 19: « What matters, therefore, is not the material insolvency of the debtor, but rather whether the proceeding attempts to solve a common pool problem of the creditors ».

⁶⁶ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 6 et suiv.; McCormack et Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws ».

parties prenantes⁶⁷ et de favoriser une distribution efficiente des ressources dans l'économie⁶⁸.

48. La clé de l'articulation entre ces deux types de procédures est fournie par la CBT. Il est rationnel pour les participants aux négociations hypothétiques *ex ante* d'accepter les procédures préventives uniquement dans la mesure où elles servent plus efficacement les objectifs des procédures collectives, d'une part, et à condition que les intérêts d'aucun groupe identifiable ne soient lésés par cette décision, d'autre part. Autrement dit, la possibilité de recourir à des procédures préventives doit permettre d'améliorer le sort de l'ensemble des parties, sans détériorer celui de certaines d'entre elles.

2.2. Les spécificités des procédures préventives

49. Ces conditions ne sont remplies que lorsqu'une ouverture précoce des procédures permet de mieux traiter les difficultés du débiteur, dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes. De plus, cela exige que l'alternative aux procédures préventives, c'est-à-dire la liquidation de l'entreprise, soit elle-même efficace et prévisible, dans la mesure où la négociation d'un accord de restructuration a lieu toujours à la lumière de la situation dans laquelle aucun accord n'aurait été trouvé.

2.2.1. Une ouverture précoce dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes

50. Par hypothèse, les procédures préventives devraient être accessibles plus tôt que les procédures liquidatives classiques⁶⁹, mais uniquement lorsque le débiteur n'a pas de perspective réelle de pouvoir s'acquitter à terme de ses dettes, de sorte qu'aucun créancier n'a plus de raison légitime de vouloir retarder leur ouverture⁷⁰.
51. Toute procédure collective efficace doit pouvoir lier des créanciers dans certaines conditions. Or, il faut comprendre qu'une telle décision équivaut à l'imposition forcée d'une certaine distribution de la valeur actuelle de l'entreprise au profit des parties prenantes. Ceci revient à provoquer un affaissement des potentialités futures, car l'on considère que les dettes arrivant à maturité à terme sont

⁶⁷ V. Jackson et Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery »: "Where bankruptcy proves its weight in gold is in the reorganization arena... If the assets are worth more together, they can be kept together".

⁶⁸ V. Jackson et Skeel, 476: "Modern bankruptcy law primarily exists to help reduce the frictions that otherwise would impede assets from moving to their highest-and-best use... Accomplishing a world in which bankruptcy maximized its contribution to economic growth and recovery would be aided by a clear understanding that one can only ask bankruptcy to do so much. If it is to allocate assets to their highest and best use, it probably should not be asked, as a matter of an independent policy, to save jobs as well".

⁶⁹ Notons que les procédures préventives devraient être accessibles à la demande du débiteur tout comme à la demande des créanciers, dès lors que leurs droits seraient mieux préservés s'ils ne devaient pas attendre l'insolvabilité formelle du débiteur.

⁷⁰ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 78.

désormais exigibles et toutes les perspectives futures de l'entreprise du débiteur sont ramenées au présent⁷¹.

52. Or, tant que le débiteur a des perspectives de redressement sans qu'une procédure soit ouverte, tous les créanciers bénéficient d'une option économique sur cette éventualité favorable (par exemple, si le débiteur trouvait un nouveau client et signait un contrat avantageux). Dans cette perspective, l'ouverture d'une procédure collective aboutit à priver certains créanciers juniors de leur « chance de gagner ».
53. Il s'ensuit que l'ouverture d'une procédure préventive n'est acceptable pour les participants à la négociation hypothétique *ex ante* que dans l'hypothèse où l'insolvabilité du débiteur est tellement prévisible que ces créanciers juniors n'ont plus d'espoir suffisant⁷². En revanche, si de bonnes raisons de penser que l'insolvabilité n'est pas inévitable existent, en principe, un accord unanime des créanciers est requis pour apporter des modifications à leurs droits⁷³. Dans tous les cas, si une procédure est ouverte, la perte de chance subie par certains créanciers devrait être compensée.
54. En pratique, on comprend qu'il est difficile d'apprécier pleinement le moment à partir duquel l'insolvabilité du débiteur devient tellement « prévisible » qu'aucun débat ne serait plus possible, car les parties peuvent avoir des avis divergents, ne serait-ce que parce qu'elles n'ont pas toujours le même niveau d'informations. Dans les faits, il nous semble souhaitable de considérer qu'il est temps d'ouvrir une procédure de restructuration de la dette lorsqu'on observe que le dirigeant du débiteur, sous la contrainte de la situation d'endettement de la société, privilégie le court terme sur le long terme, autrement dit, lorsqu'il prend des décisions guidées par le souci de régler à court terme son problème d'endettement, au détriment de la pérennité à long terme de l'entreprise. C'est notamment le cas, par exemple, lorsque le dirigeant décide de vendre des actifs essentiels de l'entreprise à des prix dépréciés.

2.2.2. Des mesures spécifiques

55. La plus grande spécificité des procédures préventives se trouve dans la nature des mesures qui peuvent être adoptées dans ce cadre. Il convient de les analyser sans perdre de vue que les procédures préventives ne sont justifiées que dans la mesure où elles servent au mieux les objectifs discutés dans la section 1.1.

2.1.1.1. Les remises et les rééchelonnements des dettes

⁷¹ V. Nicolaes Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », *Insolvency Intelligence* 30, n° 5 (2017): "Decisive for the qualification as an insolvency procedure is whether a forced distribution of the available value takes place or can be procured. That is the intent and direct effect of collective debt enforcement".

⁷² V. Donald S. Bernstein et Douglas G Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », *Yale Law Journal* 115, n° 8 (2006): 1937.

⁷³ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 71-80.

56. Les deux mesures auxquelles l'on pense naturellement lorsqu'on pense aux procédures préventives sont les remises et les rééchelonnements des dettes⁷⁴. Or, aucune des deux n'est justifiée sans le consentement des créanciers concernés. La raison en est simple : les deux mesures sont susceptibles d'opérer un transfert des richesses des créanciers vers les associés⁷⁵. En effet, ces derniers échappent ainsi à la contrainte de devoir cristalliser leurs pertes en acceptant leur dilution via une conversion des dettes en actions. Souvent, s'agissant des PME, ils peuvent même continuer de percevoir des rémunérations pour les fonctions exercées au sein de la société. Or, cela se fait au détriment des créanciers amenés à faire, quant à eux, des concessions, sauf à ce que ces concessions soient justement rémunérées par la société, sous la forme d'une hausse des taux d'intérêt et du règlement de commissions. En tout état de cause, les intérêts des créanciers sont ainsi lésés alors que les associés sont mis à l'abri.

2.1.1.2. *La cession de l'entreprise aux tiers*

57. Une procédure préventive peut très bien aboutir à une cession de l'entreprise à un tiers et à la distribution subséquente du prix aux créanciers. Du point de vue des créanciers, il n'y a aucune différence entre cette cession et la liquidation du débiteur par une cession de l'entreprise en activité (*going concern*).

58. Une telle cession en amont de l'insolvabilité devrait permettre un meilleur taux de satisfaction des créanciers, dans la mesure où l'entreprise n'a pas encore trop subi les conséquences néfastes de la situation de détresse financière dans laquelle se trouve le débiteur⁷⁶.

59. En même temps, la cession en amont aux tiers est la moins intrusive solution du point de vue de la continuation de l'entreprise, dont seuls les propriétaires changent sans que l'activité elle-même, y compris les contrats courants et les contrats de travail, soit en principe affectée. De plus, le repreneur a la motivation nécessaire pour faire fructifier son investissement et est le plus susceptible de prendre des bonnes décisions pour l'entreprise par la suite. C'est notamment le cas si le tiers repreneur est un acteur économique du même secteur industriel, qui a les connaissances nécessaires pour bien diriger l'entreprise et assurer des synergies avec ses activités existantes.

⁷⁴ S'agissant du droit français, il faut noter, toutefois, que si en vertu de l'article L. 626-18 du Code de commerce, le tribunal peut imposer aux créanciers des délais uniformes de paiement, il ne peut que donner acte des remises de dettes consenties, sans pouvoir l'imposer. V. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 522.16 et n° 522.18.

⁷⁵ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 15.

⁷⁶ V. Philippe Aghion, Oliver Hart, et John Moore, « The Economics of Bankruptcy Reform », *Journal of Law, Economics, & Organization* 8, n° 3 (1992): 530: "... there can be a serious loss in value-because of managerial distraction, incompetence, or negligence; forgone investment opportunities; or a drop-in demand (either because competitors behave more aggressively or because customers lose confidence). Also, suppliers may be unwilling to extend credit".

60. Dès lors, la justification du point de vue des négociations hypothétiques *ex ante* est immédiate, dans la mesure où la valeur récupérée par les créanciers est par hypothèse plus importante que ce à quoi ils auraient eu droit en cas de liquidation, et où aucune autre partie prenante ne trouve sa position dégradée en conséquence⁷⁷.

2.1.1.3. La cession de l'entreprise aux créanciers

61. La mesure emblématique des procédures de restructuration préventive est, toutefois, la possibilité d'une conversion de la dette en titres de capital, ce qui équivaut à une cession de l'entreprise aux créanciers⁷⁸.

62. Globalement, on pourrait considérer qu'une telle conversion semble acceptable, du point de vue des négociateurs hypothétiques *ex ante*, lorsque la cession immédiate et accélérée des actifs isolés ou de l'entreprise en activité à un tiers dans le cadre d'une procédure à caractère liquidatif imposerait une trop importante décote par rapport à la « juste valeur marchande » de l'entreprise⁷⁹.

63. Notons au passage que ce que l'on entend par « juste valeur marchande » est le prix de l'entreprise si elle pouvait être cédée sur un marché hypothétique libre, ouvert

⁷⁷ Notons à cet égard qu'une telle cession précoce à un tiers, qui est le moyen le plus efficient de traiter les difficultés du débiteur, nécessite que le marché puisse être informé de l'opportunité d'acheter l'entreprise en activité. A cet égard, des règles trop strictes de confidentialité, telles que celles imposées dans le cadre d'une procédure de conciliation en France, empêchent la recherche du meilleur repreneur et réduisent les candidats aux créanciers qui participent déjà à la négociation ou aux tiers que ceux-ci identifient eux-mêmes. Nous reviendrons plus bas sur les leçons qu'il convient d'en tirer (v. partie IV, section 1).

⁷⁸ V. pour l'état du droit français, Francois-Xavier Lucas, « La conversion de créances en actions à l'occasion d'un plan de sauvegarde ou de redressement », in *Mél. en l'honneur du Pr H. Hovasse* (LexisNexis, 2016), 152; Francois-Xavier Lucas et Didier Porrachia, « L'expropriation de l'associé qui ne finance pas la restructuration de la société en redressement judiciaire », in *Études à la mémoire de P. Neau-Leduc, Le juriste dans la cité* (Lgdj, 2018), 629-55; Sarah Farhi, « La conversion de créances en titres de capital lors d'une procédure collective », *Rev. proc. coll.*, n° 1 (2019): 1.

⁷⁹ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 49 "In theory, the main reason for choosing a restructuring over a liquidation is that even if a sale is implemented through the instrument of a plan, the expected proceeds from a sale to a third party will be so far below the perceived value of the enterprise that the creditors prefer to take over the enterprise themselves".

et efficient⁸⁰, en prévoyant éventuellement une décote liée à l'illiquidité de l'entreprise ou de ses actifs dans le marché tel qu'il est réellement⁸¹.

64. Une décote importante existe notamment lorsque l'industrie sous-jacente connaît une dépression temporaire, ce qui signifie que les investisseurs industriels potentiels connaissent probablement eux-mêmes des difficultés⁸², et que les investisseurs financiers (non-industriels) sont en nombre trop limité, le marché du refinancement n'étant pas suffisamment profond⁸³.
65. C'est également le cas lorsque les actifs du débiteur sont illiquides à cause d'une forte asymétrie d'information sur le marché, de sorte qu'une cession à un prix acceptable nécessiterait une trop longue période de négociations, qui n'est pas envisageable dans le contexte de l'espèce⁸⁴. En effet, l'accès privilégié des créanciers existants, par rapport aux tiers, aux informations concernant l'état opérationnel et financier du débiteur peut les conduire à considérer qu'un actif, ou une activité, vaut plus que ce qui est proposé par les tiers sur le marché. Ce problème d'asymétrie d'informations devrait pouvoir être dépassé si les créanciers

⁸⁰ V. Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, et William J. Morrison, *Standards of Value: Theory and Applications*, 2^e éd. (Wiley - Blackwell, 2013), 75-76: "The requirements of fair market value may not always reflect what would happen in the open market... The notional market looks to identify a sale price without an actual sale... The notional market assumes: an arm's length transaction; economic rather than sentimental value, equally informed and uncompelled parties; equal financial strength and bargaining ability; a consistent market; and a free, open and unrestricted market environment. The real world does not always work in these terms, and that is often why there are discrepancies between fair market value and open market price".

⁸¹ V. Shannon P. Pratt, *Valuing a Business*, 5^e éd. (McGraw Hill Professional, 2007), 66: "... lack of marketability reduces the security's value as compared with a security that is identical in all respects but is otherwise marketable". V. aussi, Lucas, « La conversion de créances en actions à l'occasion d'un plan de sauvegarde ou de redressement »; Farhi, « La conversion de créances en titres de capital lors d'une procédure collective », 2: « Pour les créanciers, les délais du plan sont une contrainte qui diminue la valorisation de leur droit. Ne pas diminuer le montant de la créance convertie selon ce délai serait une rupture d'égalité des créanciers soumis à la discipline collective. Pour éviter une telle différenciation, la valeur de la créance convertie doit être réduite par un calcul du taux d'actualisation ».

⁸² V. Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach », *The Journal of Finance* 47, n° 4 (1992): 1344: "Unfortunately, most assets in the world are quite specialized and, therefore, are not redeployable [...] The principal reason for asset illiquidity-and the principal contribution of is the 'general equilibrium aspect of asset sales. When firms have trouble meeting debt payments and sell assets or are liquidated, the highest valuation potential buyers of these assets are likely to be other firms in the industry. But these firms are themselves likely to have trouble meeting their debt payments at the time assets are put up for sale".

⁸³ V. Roe, « Three Ages of Bankruptcy ».

⁸⁴ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, par. 3.33: "The price realized in an expedited sale of the unmarketable object will be lower as a rule than the fair market value thus established, precisely because it is unmarketable. To sell an unmarketable object at a price level approaching its fair market value would, in principle, require an extended sale period and is sometimes not even possible".

et les tiers pouvaient négocier pendant une période suffisamment longue pour arriver à une valorisation équivalente des actifs ou de l'entreprise. Or, l'urgence qui accompagne les cas où le débiteur nécessite une restructuration empêche souvent qu'une telle « découverte de prix » puisse véritablement avoir lieu.

66. Dans ces hypothèses, il semble rationnel pour les négociateurs hypothétiques *ex ante*, s'imaginant à la place des créanciers, d'accepter un système qui permet d'éviter les décotes de liquidation injustifiées en admettant que les créanciers puissent se porter eux-mêmes acquéreurs de l'entreprise par une conversion de leur dette en capital. C'est souhaitable, par exemple, lorsque l'accès privilégié des créanciers aux informations liées à l'état financier et opérationnel du débiteur leur permet de mieux évaluer les actifs ou la valeur de l'entreprise à long terme⁸⁵.
67. L'ouverture de la procédure permettrait, éventuellement, de neutraliser la capacité de nuisance souvent injustifiée des associés en place, qui ont tout perdu mais qui refuseraient de céder l'entreprise aux créanciers désireux de l'acheter, en essayant de réduire de manière indue leurs pertes par des stratégies d'extorsion par rapport aux autres créanciers⁸⁶.
68. D'un point de vue financier, la conversion de la dette en capital a des intérêts non négligeables. Elle permet d'assainir en profondeur les bilans de la société et de lui offrir ainsi la possibilité d'un véritable nouveau départ. La société a alors davantage loisir d'allouer ses flux de trésorerie disponibles aux investissements nécessaires, par exemple pour ne pas prendre un retard technologique ou pour profiter des opportunités de croissance externe⁸⁷.
69. Si ces conditions sont remplies, l'option d'une telle procédure préventive, proposée comme alternative aux procédures liquidatives, est justifiée par la CBT car rationnellement acceptable pour les négociateurs derrière le voile de l'ignorance.
70. Les bases théoriques des procédures préventives du point de vue de la CBT étant ainsi posées, nous allons analyser, dans la suite de cet article, quelques éléments fondamentaux des procédures proposées par la Directive Restructuration. Il apparaît, à l'issue de notre étude, que la transposition de cet instrument européen est susceptible d'innover et d'améliorer sensiblement les procédures préventives françaises, mais qu'il s'agit fondamentalement d'un échec du point de vue de l'analyse économique. En tout état de cause, l'enjeu de la transposition pour la

⁸⁵ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 214: "The underlying justification for a reorganization process, seen in terms of bankruptcy as a debt-collection device, must be that the assets are worth more to the claimants themselves than they would be to third parties"; Douglas Baird, « Priority Matters », *University of Pennsylvania Law Review* 165 (2017): 790: « By the time a distressed firm is sold, the investors have organized themselves. They have hired experts and spent time reviewing and assessing the quality of the managers and their plans for the business going forward. As a result, they may know much more about the value of the business than any potential buyer ».

⁸⁶ Nous reviendrons sur la justification d'une conversion forcée de la dette en capital imposée lorsque certains des créanciers eux-mêmes la refusent (v. partie III, section 4.4.1.2.)

⁸⁷ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 5.

France est fondamental, car la Directive Restructuration lui offre l'opportunité de modifier profondément son droit des entreprises en difficulté, à condition de faire les bons choix lorsqu'une marge de flexibilité est laissée aux États membres.

III. De quoi la Directive Restructuration est-elle le nom ?

71. La Directive Restructuration, dont le texte final a été voté par le Parlement européen le 28 mars 2019, s'inscrit dans un vaste mouvement international favorable aux restructurations préventives, en amont de la crise de liquidités du débiteur⁸⁸. C'est aussi l'occasion pour la Commission d'aboutir à une certaine harmonisation des procédures collectives au niveau européen sans toucher directement aux procédures d'insolvabilité traditionnelles, sujet politiquement sensible⁸⁹. Incidemment, la directive est censée répondre aux craintes de certains États membres face aux *forum shopping* « vertueux » au profit de la place juridique et financière de Londres.
72. Finalement, il apparaît que les rédacteurs du texte de la Directive se sont efforcés de répondre à des pressions et objectifs trop divergents pour être cohérents. Les procédures préventives, telles qu'initialement envisagées, étaient largement inspirées par les restructurations du *Chapter 11* de deuxième génération, mais aussi des *Schemes of arrangements* britanniques, et se voulaient conformes aux enseignements de l'analyse économique du droit.
73. La difficulté consistait à combiner ces deux sources d'inspiration, qui répondent elles-mêmes à des logiques différentes⁹⁰, aboutissant de ce fait à des procédures hybrides, voire « schizophrènes »⁹¹.
74. Ce qui en résulte est un texte dénué de socle intellectuel cohérent et, pour cette raison, susceptible d'entraîner des dérives considérables, dans la mesure où des outils classiques de procédures collectives sont mis à la disposition de fins autres que celles d'un exercice coordonné des droits des créanciers dans leur intérêt commun⁹².

⁸⁸ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law ».

⁸⁹ V. F. M. Mucciarelli, “Not Just Efficiency: Insolvency Law in the EU and Its Political Dimension” (2013), *European Business Organization Law Review*, 14(2), 175–200.

⁹⁰ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) ».

⁹¹ V. Tollenaar, 76: “However, the Commission designed a procedure with a schizophrenic character that has fundamental architectural flaws”.

⁹² V. Stephan Madaus, « Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law », *European Business Organization Law Review* 19, n° 3 (4 juin 2018): 616-18, <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0113-7>: « The legislative frenzy has created “restructuring and insolvency law”, a legal area that lacks normative foundations with clear lines between insolvency proceedings and (debt) restructuring... Any solution that goes beyond the common pool requires an agreement between the debtor and (most of) his creditors (about future income). Such a solution is always a contractual solution and, consequently, any legal framework supporting the conclusion of such agreements

1. ***Les deux modèles de la Directive Restructuration : if it looks like a duck and quacks like a duck...***

75. Avant de procéder à une analyse des mesures phares de la Directive Restructuration à la lumière de l'analyse économique du droit et des règles minimales justifiées par la CBT, il convient de souligner que le texte final propose, en effet, deux modèles formels et, plus profondément, deux types distincts de procédures collectives. La panoplie d'options offertes aux États membres devient vite cacophonique si l'on ne garde pas à l'esprit cet aspect fondamental.
76. La procédure initialement proposée par la Commission, inspirée principalement du *Chapter 11* et des *Schemes of arrangements* anglaises, était une procédure unique, publique et assortie d'une suspension générale des poursuites pendant 4 mois.
77. Le deuxième modèle, admis très clairement au vu des modifications apportées surtout par le Conseil⁹³, est largement inspiré des procédures préventives françaises, qu'il entend renforcer. Il peut prendre la forme de deux procédures consécutives⁹⁴. Une première étape, amiable⁹⁵, dénuée d'une large publicité⁹⁶ et accessible bien en amont de l'insolvabilité⁹⁷ serait accompagnée d'une suspension

(restructuring law) should be based on contract and company law principles instead of those of a liquidation (insolvency principles) ».

⁹³ V. notamment le nouveau considérant 13, rajouté par le Conseil en tant que Considérant 10b, qui admet clairement la possibilité de débiter le cadre de restructuration par une première phase amiable et confidentielle.

⁹⁴ Article 4 (5) : « Le cadre de restructuration préventive prévu au titre de la présente directive peut consister en une ou plusieurs procédures, mesures ou dispositions, éventuellement dans un cadre extrajudiciaire, sans préjudice de tout autre cadre de restructuration prévu par le droit national ».

⁹⁵ Notons qu'une telle possibilité signifie que le cadre de restructurations commencerait par une procédure non visée à l'Annexe A du règlement 2015/848, les juges n'étant donc pas soumis aux critères de compétence du COMI. C'est pour cette raison que la dernière version de la Directive a rajouté, à l'Article 6 (8), un garde-fou contre le *forum shopping* abusif : « Lorsqu'un État membre décide de mettre en œuvre la présente directive au moyen d'une ou plusieurs procédures ou mesures qui ne satisfont pas aux conditions d'inscription à l'annexe A du règlement (UE) 2015/848, la durée totale de la suspension des poursuites individuelles au titre de telles procédures ne peut excéder quatre mois si le centre des intérêts principaux du débiteur a été transféré d'un autre État membre dans les trois mois précédant l'introduction d'une demande d'ouverture d'une procédure de restructuration préventive. »

⁹⁶ Considérant 13 : « Elle ne change pas l'approche adoptée dans ledit règlement, qui consiste à laisser la possibilité aux États membres de maintenir ou d'introduire des procédures qui ne remplissent pas la condition de publicité prévue pour la notification en vertu de l'annexe A dudit règlement. »

⁹⁷ Considérant 28 : « La période à prendre en considération aux fins de la détermination d'une telle menace peut être étendue à une période de plusieurs mois, ou même davantage, afin de tenir compte des cas où le débiteur rencontre des difficultés non financières qui menacent la continuité de ses activités et, à moyen terme, ses liquidités ». V. également C. Paulus, NZI Beilage 1/2017, 5-7, qui note que « probabilité d'insolvabilité », notion non définie par la

individuelle des poursuites relativement longue, accordée nécessairement au cas par cas. La deuxième étape ne serait qu'une procédure de clôture, nécessairement publique⁹⁸, ouverte uniquement s'il est envisagé d'imposer le plan aux créanciers récalcitrants et assortie, pendant cette période courte, d'une suspension générale des poursuites individuelles⁹⁹. Ce modèle accomode le couple français conciliation / SFA ou SA, que le gouvernement français entend garder mais qui subirait toutefois quelques réformes considérables.

78. Entre ces deux modèles formels, les États membres devront choisir, le panachage des mesures structurelles étant limité par la nécessité de créer un régime cohérent.
79. Néanmoins, un large champ de flexibilité est laissé aux États membres quant à la nature même des procédures qu'ils entendent créer, indifféremment du modèle formel choisi.
80. Il apparaît assez clairement, comme nous allons le voir, que la directive fût écrite à plusieurs mains et répond à des objectifs divergents : tantôt un traitement efficient des difficultés du débiteur dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, tantôt la préservation de l'entreprise et des emplois coûte que coûte. Malheureusement, ce mélange de genres ne laisse pas l'espoir d'une cohérence conceptuelle.
81. Il reste que les législateurs devront choisir entre ces deux approches incompatibles et se laisser guider par l'une ou par l'autre lorsque la directive leur laisse une marge de manœuvre. De notre point de vue, l'analyse économique exige que la

Directive Restructuration et laissée aux États Membres, ne se confond pas avec la notion d'« insolvabilité menaçante » prévue par l'InsO.

⁹⁸ Considérant 13 : « Même si la présente directive n'exige pas que les procédures relevant de son champ d'application satisfassent à toutes les conditions en matière de notification énoncées à ladite annexe, elle vise néanmoins à faciliter la reconnaissance transfrontière desdites procédures ainsi que la reconnaissance et l'exécution des jugements ». Or, pour qu'une telle reconnaissance soit automatiquement assurée, la phase de clôture de la restructuration doit être une procédure visée au Règlement 2015/848. Sur la possibilité de considérer que le COMI du débiteur a été transféré en France si la négociation de la restructuration dans le cadre d'une conciliation y a eu lieu avec ses principaux créanciers, v. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives ».

⁹⁹ S'agissant du couple français conciliation / SFA ou SA, il a été noté qu'un tribunal français pourrait reconnaître sa compétence pour ouvrir une procédure de conciliation, qui n'est pas visée par le Règlement Insolvabilité, selon les règles de droit international privé commun, très libérales en la matière. Si un accord de conciliation est trouvé, son efficacité transfrontalière est assurée par le biais de l'application des règles issues du Règlement Rome I, dans la mesure où un accord de conciliation a au fond une nature contractuelle. S'il s'avère nécessaire d'ouvrir une procédure de SA ou SFA, procédures visées par le Règlement Insolvabilité, le tribunal pourrait reconnaître sa compétence, dans la mesure où la renégociation de la dette dans un État membre entraîne la migration du COMI du débiteur vers cet État. V. Reinhard Dammann et Marc Sénéchal, *Le droit de l'insolvabilité internationale* (Joly, 2018), n° 375 et suiv. Gilles Podeur, « Accords de conciliation et plans de sauvegarde. Les restructurations de dettes au confluent du contractuel et du judiciaire », *D.*, 2017, 1430.

première approche guide la transposition, et ce même si le gouvernement français entend garder le modèle en deux étapes conciliation /SFA ou SA.

82. Dans un sens, la flexibilité dont disposent les législateurs nationaux est susceptible d'encourager une vertueuse *race to the top* normative¹⁰⁰, notamment entre les États membres choisissant une transposition favorable à une reconnaissance facilitée de la compétence de leurs tribunaux. Les débiteurs et leurs principaux créanciers auront, alors, une sorte de « choix à la carte »¹⁰¹ entre les différents modèles proposés par les législateurs nationaux¹⁰².
83. Or, ces dernières années, la juridiction qui a le plus eu à gagner du *forum shopping* vertueux en matière de procédures collectives a sans aucun doute été le Royaume Uni¹⁰³, dont les *schemes of arrangement* sont très souvent choisies de commun accord par les débiteurs et les créanciers comme cadre des négociations de restructuration¹⁰⁴. La raison en est simple : les créanciers perçoivent très largement le droit anglais comme le plus protecteur de leurs intérêts¹⁰⁵.

¹⁰⁰ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 2: « Si elle ne manque pas d'inquiéter, cette compétition normative n'en comporte pas moins un aspect positif en ce, notamment, qu'elle peut aussi représenter un facteur d'accélération de la modernisation des droits nationaux des procédures collectives. L'effet peut être d'autant plus bénéfique en France, qu'à l'échelle mondiale, notre droit des procédures collectives continue, malgré les efforts notables accomplis ces dernières années en législation, d'être perçu comme relativement hostile aux prêteurs ».

¹⁰¹ V. en faveur d'une approche d'un « choix à la carte » aux Etats Unis, Rasmussen, « Debtor's Choice »; V. aussi en faveur d'une concurrence normative européenne en matière de procédures collectives, Horst Eidenmüller, « Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe », *European Business Organization Law Review* 6, n° 3 (1 septembre 2005): 423-47.

¹⁰² V. sur les opportunités offertes par la directive en matière de restructurations des groupes internationaux, Daoning Zhang, « Preventive Restructuring Frameworks: A Possible Solution for Financially Distressed Multinational Corporate Groups in the EU », *European Business Organization Law Review*, 7 janvier 2019.

¹⁰³ V. Gerard McCormack, « Jurisdictional Competition and Forum Shopping in Insolvency Proceedings », *The Cambridge Law Journal* 68, n° 1 (2009): 169-97; Gerard McCormack, « Bankruptcy Forum Shopping: The UK and US as Venues of Choice for Foreign Companies », *International & Comparative Law Quarterly* 63, n° 4 (octobre 2014): 815-42.

¹⁰⁴ La doctrine, comme la jurisprudence anglaise et européenne y sont favorables, v. Susan Block-Lieb, « Reaching to Restructure Across Borders (Without Over-Reaching), Even after Brexit », *American Bankruptcy L.J.* 92, n° 1 (2018); J. Payne, « Cross-Border Schemes of Arrangement and Forum Shopping », *European Business Organization Law Review* 14, n° 4 (2013).

¹⁰⁵ V. justifiant ainsi l'accueil favorable des débiteurs étrangers par les juridictions anglaises, *Re Codere Finance (UK) Ltd.* (2015) EWHC 3778 (Ch.) : « In a sense, of course... what is sought to be achieved in the present case is forum shopping... In cases such as the present, however, what is being attempted is to achieve a position where resort can be had to the law of a particular jurisdiction, not in order to evade debts, but rather with a view to achieving the best possible outcome for creditors. If in those circumstances it is appropriate to speak of

84. La sortie imminente du Royaume Uni de l'Union européenne, qui remet en question l'efficacité transfrontalière future des jugements anglais en la matière¹⁰⁶, incite certains législateurs à lancer une concurrence pour occuper la place de nouvelle capitale des restructurations financières¹⁰⁷. Pour ce, il faut convaincre les créanciers de la valeur de leurs procédures collectives et des protections qui leur sont accordées¹⁰⁸. A cet égard, l'on peut espérer un allègement de certaines inquiétudes exprimées quant au projet initial de la Directive Restructuration par ceux qui craignaient une harmonisation sous-optimale empêchant les législateurs nationaux de fonctionner comme des laboratoires du droit¹⁰⁹.
85. Incidemment, le fait qu'il n'y ait pas d'harmonisation complète des procédures préventives par le biais de la Directive Restructuration permet d'espérer que, indifféremment des enjeux concurrentiels précités, les États membres seront en mesure d'adapter le cadre de restructuration aux conditions réelles de leurs marchés. Comme nous l'avons noté précédemment, l'efficacité économique du droit des entreprises en difficultés dépend des conditions économiques et des caractéristiques des marchés financiers de chaque pays, ainsi que de la sophistication des institutions et des acteurs appelés à participer aux restructurations des entreprises viables¹¹⁰. A cet égard, une harmonisation trop importante semble contre-productive étant donnée la grande disparité entre les économies des États membres.
86. Il reste que la Directive Restructuration induira quelques harmonisations autour d'un socle commun. Ainsi que nous allons le voir, ces éléments fondamentaux ne

forum shopping at all, it must be on the basis that there can sometimes be good forum shopping ».

¹⁰⁶ V. Block-Lieb, « Reaching to Restructure Across Borders (Without Over-Reaching), Even after Brexit »; Chris Umfreville et al., « Recognition of UK Insolvency Proceedings Post-Brexit: The Impact of a 'No Deal' Scenario », *International Insolvency Review* 27, n° 3 (2018): 422-44, <https://doi.org/10.1002/iir.1325>; A. Walters, « The Impact of Brexit on Judicial Cooperation in Cross-Border Insolvency and Restructuring in the European Union », *Orizzonti Del Diritto Commerciale* 2018 (décembre 2018); V. toutefois pour une analyse concluant que le Brexit n'aura pas un impact significatif sur la place financière de Londres, Wolf-Georg Ringe, « The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market », *European Business Organization Law Review* 19, n° 1 (1 mars 2018): 1-34.

¹⁰⁷ Il s'agit d'un aspect important, admis par le Prof. M. Veder lors d'une conférence sur la Directive Restructuration organisée par l'Institut Royal de Jurisprudence et Législation espagnol à Madrid le 30 mai 2019. Le Prof. Veder a souligné lors de la conférence que si la réforme des procédures préventives initiée par le gouvernement néerlandais en 2012 ne visait pas aux débuts de rendre les Pays Bas plus attractifs pour les restructurations transfrontalières, la donne a changé depuis le Brexit.

¹⁰⁸ Sur cette course, v. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives »; Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés », *RJSP*, n° 17 (2019): 6.

¹⁰⁹ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime ».

¹¹⁰ V. Berkowitz, Pistor, et Richard, « Economic development, legality, and the transplant effect »; Berkowitz, Pistor, et Richard, « The Transplant Effect ».

répondent pas toujours aux atteintes de l'analyse économique du droit, telle que synthétiquement présentée par la CBT.

2. Les objectifs confus du législateur européen

2.1. Un regrettable mélange d'objectifs incompatibles

87. Le défaut fondamental de la Directive Restructuration consiste dans une confusion de genres. Elle jette les bases de véritables procédures collectives, mais justifie l'interférence avec les droits des créanciers non pas seulement par la nécessité de coordonner leurs actions pour répondre aux tragédies des communs et des anticommons, mais aussi par la nécessité de mettre en balance les intérêts des créanciers avec des considérations d'« intérêt général », c'est-à-dire la préservation des entreprises et des emplois¹¹¹.
88. La Directive paraît donc être la traduction d'une idée fondamentalement erronée, celle qu'une restructuration est toujours préférable économiquement à une liquidation.
89. Le texte initialement proposé par la Commission souffrait déjà de ce biais¹¹².
90. Notons par exemple que le projet initial ne prévoyait pas la possibilité que le plan de restructuration puisse aboutir à une cession de l'entreprise en activité à un tiers, ce qui contredit frontalement les conclusions de l'analyse économique exposée. Heureusement, depuis la lecture du Conseil, une telle possibilité est prévue, mais seulement comme une option pour les droits nationaux (Article 2(1)), ce qui témoigne encore une fois que les différents rédacteurs de la directive ne comprenaient pas de la même manière l'instrument qu'ils étaient en train de créer.
91. Quoi qu'il en soit, il apparaît nécessaire, au vu de ce qui a été exposé, de prévoir une telle possibilité lors de la transposition en France en réformant le régime actuel de la sauvegarde¹¹³. La cession de l'entreprise à un tiers en amont de

¹¹¹ Danish Technological Institute (DTI) et al., « Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law », 2016, 59: "This sub-option [the possibility to interfere when only a likelihood of insolvency exists] does not have negative impacts on fundamental rights, as most Member States have now recognized that the need to safeguard the rights of creditors must be balanced against the general interest of saving companies and jobs, and for this reason some interference with (dissenting) creditors' rights in order to make restructuring effective is justified. The social impacts of such procedures should be positive, as one of the main objectives of early restructuring procedures is to save jobs by saving the companies which employ them".

¹¹² V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 4-5.

¹¹³ V. sur l'état du droit français actuel, Alain Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, 8^e éd. (Delmas, 2019), n° 81.11: « il ressort de l'esprit du texte que les cessions partielles procèdent de la logique de la sauvegarde ou du redressement dont elles sont un moyen, tandis que la cession totale d'activité relève de la philosophie de la liquidation... Depuis la loi de 2005, il découle du texte que le plan de sauvegarde ne peut consister en un plan de cession. »; V. pour une critique, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 20.

l'insolvabilité est en effet le scénario dans lequel l'existence des procédures préventives est le plus clairement justifiée¹¹⁴.

92. Encore convient-il que la cession au tiers intervienne au meilleur prix proposé, ce qui n'est pas le cas en droit français actuellement. A cet égard, il semble souhaitable d'organiser les cessions par le biais de procédures d'enchères sous le contrôle du juge, en attribuant le contrôle de l'entreprise en activité au mieux-disant¹¹⁵. Une telle procédure permettrait à la fois d'augmenter le taux de recouvrement des créanciers, et d'attribuer le contrôle à celui qui est le plus financièrement incité à adopter une stratégie de restructuration créatrice de valeur économique¹¹⁶. Notons enfin qu'il est souhaitable de permettre aux anciens associés eux-mêmes de participer aux enchères portant sur leur entreprise, notamment s'agissant des PME. En effet, la participation des anciens associés, avec leurs visions et connaissances idiosyncratiques, est souvent essentielle pour le succès des petites entreprises post-restructuration. Ils devraient pouvoir bénéficier d'un véritable nouveau départ, dès lors qu'ils proposent le meilleur prix lors des enchères.
93. Revenant au texte de la directive, force est de constater que certaines modifications introduites par le Conseil et le Parlement renforcent le biais favorable aux restructurations coûte que coûte¹¹⁷, dans l'objectif quasi-exclusif d'un sauvetage à

¹¹⁴ V. montrant qu'une restructuration négociée n'est pas justifiée lorsqu'un tiers repreneur existe pour acheter l'entreprise en activité, Douglas Baird, « The Uneasy Case for Corporate Reorganizations », *Journal of Legal Studies* 15, n° 1 (1 janvier 1986): 136 et suiv.; V. pour une critique du projet initial, Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 19: « the second design flaw of the Commission's "preventive restructuring framework" is its complete neglect of going concern sales as an efficient instrument to accomplish a value-preserving restructuring... This is very unfortunate »; V. également, arguant en faveur d'une réallocation des ressources au profit d'un tiers repreneur si possible, notamment par le biais des enchères, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 17-18: « Dans un marché efficient, les enchères permettent de transférer le contrôle de l'entreprise au mieux-disant, participant ainsi à une réallocation efficiente des ressources de l'entreprise au profit de l'intérêt général. La recherche économique enseigne que le meilleur enrichisseur est alors incité financièrement (dès lors qu'il doit rentabiliser son investissement) à adopter la stratégie de restructuration la plus créatrice de valeur ».

¹¹⁵ V. pour une telle suggestion, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 21; V. pour une discussion de différentes manières d'organiser de telles enchères, Vincent Buccola et Ashley C Keller, « Credit Bidding and the Design of Bankruptcy Auctions », *Geo. Mason L. Rev.* 18 (2010): 99.

¹¹⁶ V. B. Espen Eckbo et Karin S. Thorburn, « Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden », *Journal of Applied Corporate Finance* 21, n° 3 (2009): 39; V. aussi pour une défense générale des mérites de l'auktion comme procédure d'allocation des ressources, Eric A. Posner et E. Glen Weyl, *Radical Markets: Uprooting Capitalism and Democracy for a Just Society* (Princeton: Princeton University Press, 2018).

¹¹⁷ Considérant 2 : « ... Ces cadres devraient aider à prévenir les suppressions d'emplois et les pertes de savoir-faire et de compétences, et optimiser la valeur totale pour les créanciers ... ainsi que pour les propriétaires et l'économie dans son ensemble » ; Considérant 3 : « ... Un pourcentage significatif d'entreprises et d'emplois pourraient être sauvés si des cadres

court terme du débiteur et des emplois afférents¹¹⁸. Le texte final est désormais rempli de références à la protection des droits et intérêts des travailleurs¹¹⁹. A cet égard, il convient de souligner notamment que depuis la lecture du Conseil, une validation judiciaire du plan est obligatoire lorsqu'il entraîne la perte de plus de 25% de la main d'œuvre¹²⁰, et ce y compris, paraît-il, si les travailleurs affectés ont été consultés en tant que classe de créanciers séparée¹²¹ ou si leurs créances sont intégralement préservées en vertu du *best interest of creditors test*.

94. La confusion générale du texte ressort encore du fait que l'objectif économiquement raisonnable d'une liquidation expresse des entreprises non viables est affirmé dans deux considérants¹²², sans être repris dans le corps normatif de la directive. Or, l'abondance du langage favorable aux restructurations à tout prix risque de faire perdre de vue aux juges les objectifs d'une procédure économiquement efficiente¹²³. Eu égard au coût politique à court-terme d'une liquidation, il est fort à parier que

préventifs existaient dans tous les États membres dans lesquels ces entreprises disposent d'un lieu d'établissement, d'actifs ou de créanciers. Dans les cadres de restructuration, les droits de toutes les parties concernées, y compris les droits des travailleurs, devraient être protégés d'une manière équilibrée » ; Article 13, consacré aux droits des travailleurs ; Article 2(6), qui prévoit désormais que le « best interest of creditors test » doit comparer la situation du créancier avec sa situation en cas de liquidation « ou dans le cas d'une meilleure solution alternative si le plan de restructuration n'était pas validé », ce qui implique qu'une telle solution alternative puisse exister.

¹¹⁸ De ce point de vue, le projet final de la Directive semble se rapprocher plus des enseignements de l'école « progressiste » américaine que de ceux de l'école « économique », v. Elisabeth Warren, « Bankruptcy Policy », *U. Chicago L. Rev.* 54, n° 3 (1987): 775; Korobkin, « Rehabilitating Values ».

¹¹⁹ Par exemple considérant 1 : « ...*Sans préjudice des droits et libertés fondamentaux des travailleurs...* » ; considérant 3 : « ... les droits de toutes les parties concernées, y compris les droits des travailleurs, devraient être protégés d'une manière équilibrée... » ; considérant 43 : « Les créanciers affectés par un plan de restructuration, y compris les travailleurs ... devraient avoir le droit de voter pour ou contre l'adoption dudit plan... » ; article 2(1)(2) : « parties affectées » : les créanciers, y compris, *si le droit national le prévoit, les travailleurs ...* » (nous mettons en évidence le texte rajouté dans la dernière version).

¹²⁰ V. Article 10 (1)(c)

¹²¹ V. Article 9 (4) et Article 13(2)

¹²² Considérant 2 du projet initial, devenu considérant 3 de la version finale : « Dans le même temps, les entreprises non viables, n'ayant aucune perspective de survie, devraient être liquidées le plus rapidement possible » ; et considérant 39, devenu considérant 85 : « Il est nécessaire de préserver et d'accroître la transparence et la prévisibilité des procédures pour atteindre des résultats favorables à la préservation de l'activité ... ou des résultats qui permettent une liquidation efficace des entreprises non viables ».

¹²³ Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5: « Under the approach of the Commission a measure or action may be permissible even when it prejudices the interests of the creditors as a group, if it promotes other interests which are deemed to carry greater weight than the interests of the creditors ».

les juges trouveront dans ces objectifs confus les éléments de justification suffisante pour maintenir en activité des entreprises inefficaces¹²⁴.

95. Or, nous l'avons vu, les objectifs économiquement justifiés des procédures collectives, liquidatives comme préventives, sont la facilitation de l'accès au financement *ex ante* et la distribution efficace de la valeur économique *ex post*. Dans les deux cas, une prise en compte de tous les intérêts en présence conduit nécessairement à privilégier des procédures qui permettent de maintenir en activité uniquement les entreprises qui présentent une plus-value de restructuration, et de liquider efficacement les autres. Toutes les parties prenantes en bénéficient à long terme¹²⁵.

2.2. Un test de viabilité de l'entreprise nécessaire pour accéder aux procédures préventives

96. C'est dans ce sens que la directive pourrait offrir un refuge aux entreprises défaillantes, contribuant à une augmentation du coût du financement *ex ante*¹²⁶.
97. Ce risque est probablement amoindri par le fait que, comme nous allons le voir, la procédure peut aboutir sur une conversion de la dette en capital et une éjection des anciens associés. On pourrait alors considérer que les débiteurs ne sont pas particulièrement incités à tester à quel point le juge leur est favorable. C'est pour cette raison, par exemple, qu'un choix délibéré a été fait par le législateur américain de ne pas prévoir de test d'entrée dans la procédure de Chapter 11¹²⁷.
98. Ceci justifie également que le projet initial de la Commission prévoyait uniquement que les plans de restructuration devaient contenir « un avis ou une déclaration motivée... expliquant pourquoi l'entreprise est viable » (Article (8)(1)(g)), sans qu'il soit possible de contester cet avis.
99. Ces arguments sont parfaitement audibles, mais ils ne sont pas applicables aux PME¹²⁸. En effet, tout plan imposé par une application forcée interclasse, c'est-à-

¹²⁴ V. notant la sensibilité des juges consulaires français au maintien de l'emploi, Jean-Daniel Guigou et al., « Entreprises en difficultés : l'arbitrage des tribunaux entre maintien de l'emploi et apurement du passif », *Economie et Statistique* 443, n° 1 (2011): 51-75.

¹²⁵ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 4: « The conclusion from the foregoing is that the European Commission set itself the wrong goal. The goal should not have been to design a "preventive" procedure that provides the debtor with an instrument to avoid an insolvency procedure. The goal should have been to design an efficient insolvency procedure that offers the creditors an instrument to enforce their rights in a manner that is more efficient and flexible that is currently possible with the existing insolvency procedures... This would both further access to credit by improving creditors' enforcement rights and, at the same time, facilitate business rescue in cases where that is appropriate ».

¹²⁶ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 17.

¹²⁷ V. Elizabeth Warren, *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, 3rd ed. edition (New York, NY: Aspen Publishers, 2008), 24.

¹²⁸ Notons que la Directive Restructuration n'offre aucune définition des PME, cette notion étant entendue au sens qui en est donné par le droit national (article 2(2)), mais incite les législateurs nationaux, dans son considérant 18, à prendre en compte la directive 2013/34/UE

dire malgré l'opposition d'une classe de parties prenantes, exige l'accord du débiteur¹²⁹. Si une option est offerte (fort heureusement) aux législateurs pour ne pas prévoir la nécessité d'un tel accord du débiteur, la dérogation ne s'applique pas aux PME¹³⁰. Dès lors, les associés des PME n'ont pas à craindre une éviction de la société s'ils devaient être traités comme une classe de créanciers.

100. La situation est encore plus favorable aux associés des PME s'ils ne sont pas traités en tant que classe particulière. Dans ce cas s'ajoute l'option prévue à l'article 12(3) de moduler « la définition d'empêcher ou de créer un obstacle de façon déraisonnable » pour prendre en compte, par exemple la nature de la société et de l'actionnariat.
101. Il s'agit d'un choix curieux de la part du législateur européen. Malgré l'insistance de la Directive sur la nécessité de faciliter le financement des PME, les procédures préventives proposées ne sont pas adaptées à leur cas. En effet, les créanciers des PME font très rarement face à des problèmes de coordination qui justifieraient qu'une telle procédure formelle, forcément très coûteuse à cause de la nécessité de procéder à des valorisations *going concern*, soit déclenchée¹³¹.
102. Le fait que l'accès des PME à ces procédures soit autant encouragé par la directive (notamment en diminuant autant que possible ses coûts)¹³², couplé avec le fait que les associés n'ont pas grand-chose à craindre à les initier, indique une volonté de sauvetage de ces entreprises, que ce soit économiquement justifié ou non.
103. Or, c'est ignorer que le coût de financement des PME ne peut qu'augmenter si les créanciers doivent craindre une ouverture de procédures non justifiée, assortie d'une suspension de poursuites pouvant aller jusqu'à 12 mois. En effet, en l'absence

ou la recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises. Eu égard à ce qui sera exposé plus bas, il nous semble souhaitable de restreindre autant que possible cette définition en droit français, dans la mesure où la Directive Restructuration impose quelques harmonisations sous-optimales s'agissant des procédures préventives proposées appliquées aux PME.

¹²⁹ V. article 11(1) : « Les États membres veillent à ce qu'un plan de restructuration qui n'est pas approuvé par les parties affectées conformément à l'article 9, paragraphe 6, dans chaque classe autorisée à voter puisse être validé par une autorité judiciaire ou administrative *sur proposition d'un débiteur, ou avec l'accord du débiteur*, et être imposé aux classes dissidentes... »

¹³⁰ V. Article 11(1), par. 2 : « Par dérogation au premier alinéa, les États membres peuvent limiter l'obligation d'obtenir l'accord du débiteur aux cas où les débiteurs sont des PME ».

¹³¹ Un aspect clairement assumé par le Professeur Ignacio Tirado lors de la conférence sur la Directive Restructuration tenue à Madrid le 30 mai 2019.

¹³² V. considérant 17 : « Une approche plus cohérente à l'échelle de l'Union devrait être bénéfique pour les entreprises et, en particulier, pour les PME, qui représentent 99 % du tissu entrepreneurial de l'Union... Les PME, en particulier celles en difficulté financière, n'ont souvent pas les ressources nécessaires pour faire face aux coûts élevés d'une restructuration et pour tirer parti des procédures de restructuration plus efficaces de certains États membres. Afin d'aider ces débiteurs à se restructurer à bas coût, des listes de contrôle détaillées portant sur les plans de restructuration, adaptées aux besoins et spécificités des PME, devraient être élaborées au niveau national et mises en ligne. »

d'informations précises et crédibles sur les projets et l'état financier des PME, les créanciers reposent dans leur analyse des risques davantage sur la prévisibilité de leur traitement en cas de défaut du débiteur¹³³.

104. A cet égard, une évolution salubre du texte final de la directive doit être notée. Depuis la lecture du Conseil, le texte prévoit désormais que « les États membres peuvent maintenir ou introduire un test de viabilité dans le cadre du droit national, à condition que ce test ait pour objet d'exclure les débiteurs qui n'ont pas de perspective de viabilité » (Article 4(3)).
105. Le fait qu'il s'agisse d'une option de transposition là où il faudrait prévoir une obligation témoigne de la pluralité des objectifs du texte. Il n'en reste pas moins qu'il est fondamental de prévoir un tel test dans la transposition en France, et ce notamment si le modèle conciliation / SFA ou SA est préservé¹³⁴. Cela permettrait d'éviter que des ressources soient captées inutilement et sans aucune justification dans des entreprises qui n'ont aucune perspective d'avenir et dont le maintien en vie répond à des préoccupations court-termistes au détriment de la croissance économique à long terme.

3. Des améliorations sensibles du régime de suspensions de poursuites

106. La Directive Restructuration prévoit un régime de suspensions de poursuites individuelles, c'est-à-dire des moratoires (soit généraux, soit accordés au cas par cas), en apparence compliqué, issu de longs et difficiles débats¹³⁵. Il s'agit d'un élément essentiel des procédures collectives, susceptible d'améliorer sensiblement le régime actuel français.

3.1. La justification économique de la suspension des poursuites

107. La suspension des poursuites individuelles est essentiellement une réponse au dilemme du prisonnier, c'est-à-dire aux hypothèses où l'impossibilité d'une coordination entre les parties prenantes est telle que les actions rationnelles de chacun d'entre eux individuellement aboutissent à un résultat sous-optimal pour leur ensemble. A cet égard, le moratoire est incontestablement justifié dans son principe.

¹³³ Sur les problèmes spécifiques posés par le financement des PME, v. Louise Gullifer et Ignacio Tirado, « A Global Tug of War: A Topography of Micro-Business Financing », *Law and Contemporary Problems* 81, n° 1 (4 mai 2018): 114-15.

¹³⁴ Notons que ce test ne devrait pas se réduire à la seule constatation d'une absence de cessation de paiements formelle, car des entreprises peuvent être non viables sans être formellement insolvables.

¹³⁵ Les pays nordiques, qui envisagent les procédures préventives comme un moyen de soulager la charge des crédits non performants (plus de 90 jours non payés), insistent sur une durée de suspension de moins de 3 mois. De l'autre côté, les pays latins, surtout la France, qui envisagent les procédures comme un moyen de sauver des entreprises coûte que coûte, insistent sur la nécessité de suspensions très longues. Le compromis final prévoit une suspension de 4 mois, prolongée jusqu'à 12 mois si nécessaire et justifié.

108. En effet, par hypothèse, une action coordonnée permettrait de maximiser la valeur des actifs du débiteur au profit de tous les créanciers et d'assurer une distribution efficiente de la valeur si une liquidation s'avérait nécessaire¹³⁶.
109. Les procédures collectives ayant précisément pour but de répondre à ces problèmes en favorisant la stabilisation des actifs du débiteur, il est généralement affirmé qu'il s'agit là de l'un de leurs éléments essentiels¹³⁷. Pour les auteurs du *Chapter 11* américain, il s'agit d'un outil fondamental mettant le débiteur à l'abri de tout harcèlement indu¹³⁸.
110. Il convient de garder à l'esprit, néanmoins, que la suspension des poursuites n'est justifiée que strictement dans la mesure où elle répond au problème de coordination destructif de valeur et ne doit pas répondre à des objectifs adjacents¹³⁹.
111. Il faut comprendre en effet que la menace de poursuite individuelle immédiate est un levier important de pression et de contrôle dans les relations entre les créanciers et le débiteur¹⁴⁰. Afin d'obtenir des accords de *stand-still*, le débiteur doit les convaincre de sa bonne foi et des chances de réussite de la restructuration envisagée. Lorsque les créanciers n'en sont pas convaincus, c'est un bon signe que le débiteur n'est pas viable et il ne faut pas tarder avec sa liquidation.
112. Ce dernier élément est encore plus pertinent au vu des développements récents des marchés financiers, qui diminuent les risques de problèmes de coordination entre les créanciers. Deux tendances doivent être signalés à cet égard. D'une part, lorsque les marchés secondaires de la dette décotée sont développés et liquides, les créanciers impatientes peuvent céder leurs créances à des acteurs plus intéressés à extraire la plus-value de restructuration. D'autre part, la syndication des prêts,

¹³⁶ V. Baird et Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy ».

¹³⁷ V. Oscar Couwenberg et Stephen J. Lubben, « Essential Corporate Bankruptcy Law », *European Business Organization Law Review* 16, n° 1 (1 mars 2015): 49.

¹³⁸ V. S. Rep. No. 95-589: "The automatic stay is one of the fundamental debtor protections provided by the bankruptcy laws. It gives the debtor a breathing spell from his creditors. It stops all collection efforts, all harassment, and all foreclosure actions. It permits the debtor to attempt a repayment or reorganization plan, or simply to be relieved of the financial pressures that drove him into bankruptcy". Notons à cet égard que l'une des critiques fondamentales adressées aux *Scheme of Arrangement* anglaises est de ne pas prévoir de suspension de poursuites individuelles. Néanmoins, cette absence apparente semble largement compensée par la possibilité de demander de la part des juges d'octroyer des injonctions individuelles à cet effet, v. par exemple *In Re Telewest Communications Plc (2004) EWHC 924 (Ch)*.

¹³⁹ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 196: « A stay, if conceived properly, should not harm, but should instead aim to serve, the joint creditors' interests... A statutory stay is not a structural solution and must not be regarded or used as such. It is only a temporary measure to facilitate the realization of a structural solution ».

¹⁴⁰ V. Vincent S. J. Buccola, « Bankruptcy's Cathedral: Property Rules, Liability Rules, and Distress », SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY: Social Science Research Network, 16 mars 2019).

c'est-à-dire l'hypothèse dans laquelle les établissements de crédit financent à plusieurs le même projet, permet une diminution du nombre d'interlocuteurs, dans la mesure où l'un des établissements assume généralement le rôle de *leader* au sein d'un syndicat. Il en ressort, là où ces deux tendances se manifestent, que la coordination des créanciers n'est pas aussi difficile que cela pouvait être le cas il y a quelques décennies¹⁴¹.

113. Pourtant, dans certains cas, il peut arriver que les intérêts de certains créanciers individuels ne soient pas alignés avec ceux de l'ensemble des parties prenantes (c'est par exemple le cas des créanciers bénéficiant de « *credit default swaps* », ou CDS)¹⁴². Dans ces cas, les créanciers pourraient être incités à agir contre le débiteur même si un surplus de restructuration existe. Une possibilité d'accorder une suspension des poursuites doit donc exister.
114. Pour répondre à ces deux soucis, il faut simplement que le pouvoir de contrôle des créanciers par le biais d'une menace crédible d'un exercice immédiat de leurs droits ne puisse être neutralisé qu'au cas par cas. En effet, sa neutralisation générale n'est pas toujours justifiée.

3.2. Une possibilité de transposition conforme à l'analyse économique

115. Le régime de suspensions de poursuites dans le cadre des restructurations françaises, plus spécifiquement des conciliations / SFA ou SA n'est pas conforme à l'analyse qui vient d'être exposée.
116. Pendant la phase amiable, le débiteur négocie des accords de *stand still*, qui doivent être renouvelés à brève échéance. Cette situation offre en principe aux créanciers un levier de contrôle dans la négociation avec le débiteur. Pendant la deuxième phase de clôture, une suspension automatique générale est prévue.
117. Lors de la phase amiable, si des créanciers récalcitrants ou simplement non invités aux négociations entendent obtenir le paiement de leurs créances, le débiteur peut demander au président du tribunal ayant ouvert la procédure des délais de grâce individuels de droit commun, pour une durée maximale de 24 mois, en vertu de l'article 1343-5 du Code civil applicable sur renvoi de l'article L. 611-7 du Code de

¹⁴¹ V., en tirant un argument pour dire qu'une suspension des poursuites n'est même plus nécessaire dans les restructurations importantes, un argument que nous ne pouvons pas suivre entièrement, Douglas Baird et Robert Rasmussen, « Antibrupctcy », *Yale Law Journal* 119, n° 4 (1 janvier 2010): 681 et suiv.; Buccola, « Bankruptcy's Cathedral », 16; Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », 711.

¹⁴² Pour prendre un seul exemple, c'est le cas des créanciers bénéficiant de CDS, qui pourraient avoir intérêt à provoquer un événement de défaut, v. Baird et Rasmussen, « Antibrupctcy », 681: « When a lender purchases a credit default swap, however, it retains the control rights that accompany the loan. The protection seller now bears the economic risks of the loan, but rights under the credit agreement remain lodged in the protection buyer. If a waiver of an event of default is needed, the holder of the loan is free to vote as it sees fit. But now its economic interest has changed ». V. aussi à ce sujet, « Proposals for a Restructuring Moratorium—A Consultation. Response of City of London Law Society Insolvency Law Committee », The City of London Law Society 2010, p 2.

commerce¹⁴³. Or, une telle durée apparaît excessive. Elle opère, au fonds, un transfert de richesse important au profit des associés, alors même qu'on attend que le débiteur soit restructuré dans un délai inférieur à cette période. Par ailleurs, cette mesure a des effets très coûteux pour les établissements de crédit, dans la mesure où leur créance devient ainsi quasi-automatiquement non-performante et exige la constitution de provisions¹⁴⁴. Cette possibilité est d'autant plus critiquable que la décision accordant un délai de grâce n'est pas susceptible d'appel¹⁴⁵.

118. Le fait que ces délais de grâce soient en pratique très rarement accordés n'empêche pas que l'article 1343-5 du Code civil soit une menace redoutable au profit du débiteur, qui change les dynamiques de négociation. Cette simple menace peut contraindre les créanciers à faire des concessions sans que de telles concessions soient justifiées compte tenu de l'état de non viabilité du débiteur ou au regard de l'ordre d'absorption des pertes, dans la mesure où l'associé peut en être en fin de comptes le principal bénéficiaire.
119. La transposition de la Directive Restructuration offre l'occasion de corriger le système. Selon le modèle de transposition préféré, les États membres ont le choix entre une suspension générale et automatique (premier modèle) ou une suspension accordée au cas par cas (deuxième modèle).
120. Ce qui est essentiel pour notre propos se trouve, néanmoins ailleurs. Le texte final précise en effet qu'il peut être prévu qu'une suspension ne soit pas accordée lorsqu'elle « n'est pas nécessaire ou lorsqu'elle ne remplirait pas l'objectif » consistant à « permettre le bon déroulement des négociations relatives à un plan de restructuration » (Article 6(1)). Il s'agit d'une précision importante, dans la mesure où elle permet d'éviter des suspensions inutiles, mais tout dépend de la façon dont les objectifs des procédures seront compris par les juges¹⁴⁶. On ne peut qu'espérer que les objectifs suggérés par l'analyse économique finiront par l'emporter en pratique, en dépit du langage confus du législateur européen.
121. Une deuxième précision salutaire figure à l'article 6(9), qui indique que les autorités judiciaires doivent pouvoir lever la suspension des poursuites lorsqu'elle ne remplit plus ses objectifs, par exemple parce que la majorité nécessaire pour

¹⁴³ V. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 142.12.

¹⁴⁴ Règlement 2018/0060 (COD) modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne la couverture minimale des pertes sur les expositions non performantes, Article 1.

¹⁴⁵ Douai, 27 mars 2007, BICC 2007, n° 1889 ; JCP E 2008. 1433, note Lebel ; RTD com. 2008. 413, obs. Macorig-Venier ; Rev. proc. coll. 2008, n° 104, obs. Delattre ; V. aussi Aix-en-Provence, 2 févr. 2012, RTD com. 2013. 333, obs. Macorig-Venier ; LEDEN oct. 2012, p. 2, obs. Staes. V. contra, Rennes, 2 avr. 2013, Bull. Joly Entrep. diff. 2013. 214, note Hart de Keating.

¹⁴⁶ V. s'agissant des délais de grâce accordés en procédure de conciliation, Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 142.12: « Ces délais de grâce nous semblent devoir s'inscrire strictement dans la finalité qu'ils poursuivent: permettre l'obtention de l'accord de conciliation... C'est pourquoi, il faut décider, qu'ils prennent fin en cas d'échec de l'accord de conciliation et de fin de la mission du conciliateur, l'opinion étant partagée par certains, mais pas par d'autres ».

l'adoption du plan ne va pas émerger. Une option à deux branches est également laissée aux législateurs nationaux, pour prévoir que la suspension devra être levée « si un ou plusieurs créanciers ou une ou plusieurs classes de créanciers subit ou subirait un préjudice excessif du fait d'une suspension » ou si « si la suspension entraîne l'insolvabilité d'un créancier ». Au vu de l'analyse économique exposée, les deux branches doivent être adoptées.

122. Notons, enfin, qu'une suspension accordée au cas par cas ne peut pas être opposée aux créanciers qui n'ont pas été informés des négociations en cours (Article 6(3)). Cette précision vise clairement les procédures qui débutent par une phase amiable. La règle est, alors, pleinement justifiée : dans la mesure où un créancier n'a pas été invité à négocier, il ne s'agit pas d'un créancier important et le débiteur devrait être en mesure de le payer. Une suspension à son égard n'est jamais justifiée par les besoins de la restructuration.

4. Une attribution du pouvoir décisionnel aux créanciers

123. L'analyse économique des procédures collectives, telle qu'accomplie à travers la CBT, exige que le pouvoir décisionnel soit dévolu autant que possible aux créanciers. La Directive Restructuration ne répond que partiellement à cette exigence.

4.1. La justification économique de la dévolution aux créanciers du pouvoir décisionnel

124. L'objectif économique fondamental des procédures collectives est de sauvegarder les entreprises viables. Il est dès lors raisonnable pour les parties prenantes de s'accorder pour donner le pouvoir décisionnel à ceux qui sont les plus susceptibles de prendre les bonnes décisions à cet égard. Dans une approche économique et épistémologique, il s'agit de ceux dont les intérêts offrent la meilleure approximation des intérêts plus larges de l'ensemble des parties prenantes¹⁴⁷.
125. Lorsque la société est *in bonis*, il s'agit des associés, dans la mesure où ils sont les porteurs des risques résiduels de l'entreprise¹⁴⁸. Toute perte et tout gains supplémentaires ont une répercussion immédiate sur leurs intérêts, dans la mesure où ils récupèrent toute la plus-value en cas de liquidation de la société une fois les créanciers payés. Ils sont donc plus à même d'exercer efficacement les pouvoirs de décision et de contrôle, car ils sont incités à le faire¹⁴⁹.

¹⁴⁷ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 8-9. Il s'agit donc d'identifier les personnes dont les intérêts sont les plus alignés avec les intérêts de l'ensemble des parties prenantes, même si cet alignement n'est pas parfait.

¹⁴⁸ V. Oliver Williamson, « On the Governance of the Modern Corporation », *Hofstra Law Review* 8, n° 1 (1979): 63-78; David Millon, « Theories of the Corporation », *Duke Law Journal* 39, n° 2 (1990): 235.

¹⁴⁹ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 8: « Ils sont donc ceux qui valorisent le plus les droits politiques ou les droits de contrôle exerçables au sein de la société: si ces droits étaient

126. La situation est toute différente en cas de difficultés financières. Dans la mesure où les associés n'ont plus rien à perdre, ils sont susceptibles de prendre des risques injustifiés, ce qui induit des aléas moraux aboutissant à une diminution de la valeur de l'entreprise.
127. Désormais, ce sont les créanciers qui supportent le risque résiduel et qui ont, donc, la meilleure incitation pour distinguer les entreprises viables de celles qui doivent être liquidées, d'une part, et pour identifier les meilleures possibilités de réorganisation de l'entreprise, d'autre part. Le pouvoir décisionnel doit donc leur être attribué.
128. Deux éléments en découlent. D'abord, le rôle du débiteur lui-même doit être limité et en aucun cas il ne doit maintenir un monopole sur le pouvoir décisionnel.
129. Ensuite, le rôle du juge doit être réduit. En effet, ce dernier n'est pas particulièrement apte à identifier les meilleures opportunités économiques de réorganisation du débiteur¹⁵⁰. Cela découle de nos développements précédents, car les intérêts personnels du juge ne sont pas alignés avec ceux des parties prenantes qui gagneraient dans l'hypothèse d'un redressement réussi de l'entreprise, et si le juge commet une erreur à cet égard il n'en supporte aucunement les frais. De plus, le juge ne possède que très rarement la compétence économique et financière nécessaire pour pouvoir substituer son jugement à celui des agents économiques actifs sur le marché. Dès lors, son rôle doit être limité à ce qui est indispensable pour faciliter les négociations¹⁵¹. Notamment, son intervention est indispensable pour trancher les débats sur la valorisation de l'entreprise, dans la mesure où les différents groupes de créanciers se trouvent nécessairement en conflit d'intérêts par rapport à cette valorisation, qui détermine la part qui doit revenir à chacun¹⁵².

mis aux enchères, la rationalité économique voudrait qu'ils en soient les meilleurs enchérisseurs ».

¹⁵⁰ V. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », 593: « Giving discretion to the judge makes sense only when she is well-positioned to use it. The judge has no magical ability to make business decisions, let alone to outwit the market ».

¹⁵¹ V. en tirant une critique du rôle du juge dans le système français actuel, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 15: « Le juge devrait n'intervenir qu'en dernier ressort. Sa mission consisterait essentiellement à réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants du débiteur et les créanciers et permettre à la société d'émerger rapidement de la procédure collective... La mission du juge serait ainsi amenée à évoluer. Elle emprunterait moins à l'idée de magistrature économique, pour se placer davantage au service du contrat ».

¹⁵² V. Mokal Stanghellini et Tirado Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law » (CEDAM, 2018), 37, <https://www.codire.eu/materials/>: « Senior claimants have incentives to undervalue the business, since that enables them to claim a greater proportion of its postrestructuring value, whereas junior claimants have corresponding incentives to overvalue it »; sur les difficultés liées à la nature aléatoire de l'exercice de valorisation, v. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 9.

Enfin, son intervention est nécessaire pour protéger les intérêts des parties prenantes contre des abus et expropriations¹⁵³.

4.2. Le rôle trop important du débiteur sous la Directive Restructurations

130. La lecture du texte de la directive laisse penser que dans l'esprit du législateur européen, et singulièrement de la Commission, les procédures *debtor in possession* équivalent à des procédures *au profit* du débiteur, un abri contre ses créanciers, au lieu d'être simplement un moyen plus efficace de traiter les difficultés du débiteur dans l'intérêt de toutes les parties prenantes. Il paraît encore possible de rectifier le tir sur certains aspects.

4.2.1. L'initiative d'ouverture des procédures

131. Il s'agit de la raison pour laquelle le projet initial proposé par la Commission prévoyait que les procédures préventives seraient accessibles uniquement à la demande des débiteurs (article 4(4)). Or, une telle limitation n'était nullement justifiée d'un point de vue économique si une restructuration préventive permet de mieux atteindre les objectifs propres des procédures collectives¹⁵⁴.

132. Là encore, le Conseil a apporté une modification salutaire, en ajoutant, en tant qu'option, la possibilité d'ouvrir de telles procédures à la demande des créanciers ou des représentants des employés (article 4(8)). Seulement, l'accord du débiteur est toujours exigé, sauf si les États optent pour limiter cette exigence aux PME.

133. La seule manière de transposer la Directive d'une manière conforme aux enseignements de l'analyse économique, même si d'une manière imparfaite, est d'adopter ces deux options, en ouvrant autant que possible le droit de demander l'ouverture des procédures aux créanciers¹⁵⁵. Il faut noter, néanmoins, que suivre cette voie exige corrélativement qu'une définition claire soit prévue pour « probabilité d'insolvabilité », afin de ne pas ouvrir des procédures préventives à l'égard de débiteurs qui n'en ont pas besoin.

4.2.2. Le droit de proposer un plan

134. La même confusion apparente, témoignant des objectifs divergents poursuivis par les différents rédacteurs de la Directive, ressort des options offertes quant au droit de proposer des plans de restructuration.

135. Le texte initial de la Commission prévoyait que le débiteur était le seul à pouvoir proposer un plan de restructuration. Or, à l'évidence, limiter le droit de proposer le plan au seul débiteur risquerait de lui donner un levier pour le transfert indu à

¹⁵³ V. Jennifer Payne, « The Role of the Court in Debt Restructuring », *The Cambridge Law Journal* 77, n° 1 (mars 2018): 124-50.

¹⁵⁴ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5.

¹⁵⁵ Le droit français repose actuellement sur l'idée que le cadre des négociations préventives, en procédure de conciliation, appartient au débiteur, qui est seul à pouvoir solliciter l'ouverture de la procédure. Les créanciers non invités par le débiteur aux négociations ne peuvent pas s'y inviter tout seuls. V. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, 412 et suiv.

son profit d'une richesse qui appartient aux créanciers. Cela serait notamment le cas lorsqu'il apparaît nécessaire de procéder à une cession de l'entreprise aux créanciers par la conversion de leur dette en capital, dans la mesure où le débiteur pourrait exiger une part pour les anciens associés pour accepter de proposer un tel plan¹⁵⁶.

136. Cela limiterait également les chances de trouver la meilleure solution de restructuration, car le plan proposé ne subirait aucune concurrence de la part de plans alternatifs¹⁵⁷. Les créanciers se trouveraient confrontés, dès lors, à un choix binaire sous-optimal : accepter le plan tel que proposé ou le refuser, sans aucune amélioration envisageable.
137. Il est dès lors heureux que le Conseil ait proposé une modification à cet égard. Désormais, l'article 9(1) prévoit que « les États membres peuvent également prévoir que les créanciers et les praticiens dans le domaine de la restructuration ont le droit de présenter des plans de restructuration, et sous quelles conditions ils peuvent le faire ». Cette option, qui correspond à ce qui est déjà prévu en droit français depuis la tristement célèbre affaire Cœur Défense¹⁵⁸, doit être suivie.
138. La directive ne prévoit rien, en revanche, s'agissant de l'accès suffisant des créanciers aux informations concernant l'état financier et opérationnel du débiteur¹⁵⁹. Or, sans un tel accès, les créanciers seraient moins en mesure de

¹⁵⁶ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 209: « Requiring the debtor to propose a plan that respects pre-existing entitlements and the applicable order of priority, and thus (...) allocates all of the available value to the creditors and nothing to the equity, is like asking a 'turkey to vote for Christmas ». C'est la raison pour laquelle la possibilité pour les créanciers de proposer un plan a été introduite dans les procédures Chapter 11, v. Bankr Act Revision, Serial N° 27, part 3, Hearings on HR 31 and HR 32 before Subcomm On Civil and Constitutional Rights of the Comm On the Judiciary, 94th Cong., 1976, pages 1875-1876: "the take-it-or-leave-it attitude on the part of debtors as permitted by Chapter XI is fraught with potential abuse. Granting creditors a right to propose plans of reorganization and rehabilitation serves to eliminate the potential harm and disadvantages to creditors and democratizes the reorganization process."

¹⁵⁷ V. Stephan Madaus, « Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans » (NACIL Reports, 2013), 21: « As in this scenario the right solution to the business situation is still to be found, a competition of plans about the appropriate distribution of value and loss seems favorable. The expenses of designing and negotiating a plan proposal should result in a very few cases of competing plans anyway. But as experiences under U.S. bankruptcy law suggest, it is effective to negotiate a debtor's plan proposal with a competing proposal of a creditors' group as it balances the level of negotiations ».

¹⁵⁸ V. article L. 611-7 du Code de commerce pour la procédure de conciliation et l'article L. 626-30-2 du Code de commerce pour la procédure de sauvegarde. Aux Etats Unis, toute partie prenante peut proposer un plan après une première période d'excusivité (section 1121 (b) US Bankruptcy Code). Au Royaume Uni, les créanciers, les actionnaires et les praticiens des restructurations désignés peuvent proposer une scheme of arrangement (section 896(2) du Companies Act 2006).

¹⁵⁹ V. pourtant le rapport financé par la Commission, Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 123: « An issue that has consistently surfaced in the qualitative empirical study is the need for

proposer des plans adéquats pour répondre aux difficultés du débiteur. Il s'agit d'un oubli regrettable, qu'il convient de corriger lors de la transposition¹⁶⁰.

4.3. Le rôle accru des créanciers dans l'approbation des plans de restructuration

139. Si le rôle du débiteur prévu par la Directive répond à des objectifs divergents, voire confus, il y a moins de doutes sur le rôle réservé aux créanciers. En effet, ces derniers sont invités, en conformité avec les enseignements de l'analyse économique, à voter sur l'approbation des plans de restructuration.
140. Il est évident, néanmoins, que si le pouvoir décisionnel est donné aux créanciers, une nouvelle tragédie des anticommons peut émerger. En effet, lorsque la participation à l'action coordonnée nécessite l'accord unanime des créanciers, certains d'entre eux pourraient être incités à adopter une tactique d'extorsion, pour tirer un droit de veto de cette situation, afin d'améliorer leur taux de récupération au détriment des autres créanciers¹⁶¹. Cela pourrait aboutir soit au rejet d'un plan même si son adoption est dans l'intérêt général, soit à un transfert indu de richesses vers les créanciers récalcitrants.
141. La question se pose, alors, de savoir si et dans quelle mesure il est justifié d'un point de vue économique d'imposer le plan malgré l'opposition de certains créanciers.

4.3.1. L'application forcée au sein d'une classe de créanciers

4.3.1.1. La justification économique d'une décision à majorité renforcée

142. Il semble tout à fait rationnel pour les participants aux négociations hypothétiques *ex ante* de prévoir une possibilité de procéder à une application forcée (*cram-down*) de la décision. Dans la mesure où il s'agit d'assurer une maximisation de la valeur dans l'intérêt de l'ensemble des créanciers, cette violation du principe *pacta sunt servanda* apparaît justifiée, à condition, comme nous allons le voir plus bas, que les intérêts de toutes les parties prenantes soient véritablement sauvegardés.
143. Une décision à majorité simple des créanciers ne semble pourtant pas suffisante. Une majorité renforcée paraît souhaitable. D'abord, une telle règle permet de garder un degré élevé de prévisibilité sur les issues possibles de la procédure, dans

the debtor to present creditors with adequate information in order for them to be able to decide in an informed and timely manner ».

¹⁶⁰ Remarquons que cet oubli offre encore un argument pour accorder des suspensions de poursuites uniquement lorsqu'elles sont strictement nécessaires : si le droit n'offre pas aux créanciers un droit d'accès à l'information, forcer le débiteur à négocier des moratoires peut bien y suppléer.

¹⁶¹ V. Baird et Rasmussen, « Antibrankruptcy », 648. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 14: "if one or more creditors do not consent, the result will be a holdout position: they can try to leverage a higher proportionate share for their consent. That higher share is obtained at the expense of creditors that have given their consent, whose share is correspondingly reduced. Every creditor has an incentive to withhold consent, which may ultimately prevent the plan from coming into effect".

la mesure où certains créanciers peuvent s'assurer par des discussions *ex ante* avec d'autres créanciers qu'une majorité n'existerait pas sans leur participation¹⁶².

144. Ensuite, l'on peut espérer qu'une règle de décision à majorité renforcée présente des vertus épistémiques suffisantes pour considérer que la décision ainsi prise est raisonnable malgré l'opposition des minoritaires¹⁶³. L'argument repose, à cet égard, sur l'idée selon laquelle les créanciers sont les mieux placés pour identifier ce qui est véritablement dans leur intérêt. Il en découle que la raison pour laquelle les créanciers dissidents sont liés lorsqu'une majorité vote en faveur du plan est que l'on espère que cette approbation indique que les créanciers sont adéquatement préservés.
145. Cette dernière affirmation mérite d'être nuancée. En effet, il est évident que les créanciers n'ont pas tous les mêmes intérêts dans tous les contextes. Il est dès lors parfaitement concevable qu'un groupe de créanciers trouve bon d'imposer un plan de restructuration aboutissant à l'expropriation d'un autre groupe, pour peu que cela soit possible. Ce danger est parfaitement perceptible derrière le voile de l'ignorance des négociations hypothétiques *ex ante*.
146. Une décision imposée selon des règles démocratiques, c'est-à-dire par une majorité, ne se justifie donc que dans la mesure où ceux qui votent ont des intérêts alignés.
147. Deux enseignements peuvent être tirés de ces constatations. D'abord, ceux des créanciers qui ne sont pas impactés par la décision ne doivent pas prendre part au vote, leurs intérêts n'étant alignés avec ceux de personne d'autre. Remarquons que la décision de valorisation nécessaire pour déterminer si certains créanciers sont ou non affectés ne peut pas, naturellement, être prise d'une manière démocratique. C'est là l'un des rôles fondamentaux du juge.
148. Ensuite, ceux des créanciers qui ont un intérêt au vote doivent se prononcer au sein des classes constituées de créanciers dont les situations sont suffisamment similaires pour que leurs intérêts soient alignés. C'est la condition *sine qua non* pour qu'une décision majoritaire soit véritablement une indication du caractère acceptable du plan eu égard aux intérêts de la classe en question.

4.3.1.2. *Le vote par classe sous la Directive Restructurations*

149. Le législateur européen a essayé de tirer les leçons des considérations qui viennent d'être exposées¹⁶⁴, mais le résultat en est perfectible.

¹⁶² V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 86.

¹⁶³ V. sur les conditions épistémiques qui doivent être satisfaites pour justifier un tel espoir, David M. Estlund, *Democratic Authority* (Princeton University Press, 2007); Cass R. Sunstein, *Infotopia: How Many Minds Produce Knowledge* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2006).

¹⁶⁴ V. article 9(6) : « Un plan de restructuration est adopté par les parties affectées à la condition qu'une majorité calculée sur le montant de leurs créances ou intérêts soit obtenue dans chaque classe ». Il faut noter, toutefois, la curieuse option laissée par l'article 10 (3) aux législateurs nationaux de prévoir que l'autorité judiciaire puisse « refuser de valider un plan de restructuration si ce dernier n'offrait pas une perspective raisonnable d'éviter l'insolvabilité du débiteur ou de garantir la viabilité de l'entreprise ». On se demande bien

4.3.1.2.1. *Le vote uniquement par les parties affectées*

150. Tout d'abord, toutes les parties prenantes ne sont pas invités à voter sur l'approbation du plan proposé, mais uniquement celles qui seraient affectées par ses effets (article 9(2)). Une telle limitation est justifiée dans la mesure où les personnes affectées sont les plus à même d'apprécier la valeur du plan proposé. Corrélativement, si une partie prenante n'est pas invitée à voter, elle ne doit pas être affectée par le plan¹⁶⁵.
151. Quelques exceptions optionnelles sont néanmoins prévues (article 9(3)). Deux de ces exceptions, celle relative aux créanciers super subordonnés¹⁶⁶ et celle relative aux parties se trouvant en conflit d'intérêts, semblent tout à fait justifiées dans la mesure où il s'agit d'exclure du vote des parties prenantes qui subissent des incitations contraires à l'intérêt commun, leur jugement n'ayant donc aucune valeur épistémique¹⁶⁷. C'est par exemple le cas des créanciers bénéficiant de CDS, qui peuvent avoir tout intérêt à ce que le débiteur soit en défaut même si une plus-

pourquoi le juge serait mieux équipé qu'une majorité de créanciers pour déterminer qu'un plan n'est pas justifié.

¹⁶⁵ Le droit français prévoit actuellement que le juge arrêtant le plan de sauvegarde doit s'assurer que les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés. Sont visés à la fois les créanciers membres de comités mais qui se sont opposés au plan proposé, et les créanciers hors comités. Il en est de même en cas d'homologation d'un accord de conciliation, qui ne doit pas porter atteinte aux intérêts des créanciers non signataires. Sur ces protections « bien vagues », v. Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, n° 82.41.

¹⁶⁶ V. en France, Pierre-Michel Le Corre, « Porteurs de titres super-subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », *D.*, 2010, chron. 839; Nicolas Borga, « Titres super-subordonnés et plan de sauvegarde », *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 6 (2010): 604, qui note: « (S)i les titres super-subordonnés correspondent à des créances antérieures cela ne suffisait pas à justifier que les porteurs obtiennent des droits de vote proportionnels à la créance de nominal au sein de l'assemblée des obligataires. Les porteurs de TSS s'apparentent, comme les créanciers de prêts participatifs, à des créanciers dits "hypo chirographaires". Traiter ces créances au sein du plan de sauvegarde est inconcevable. En effet, leur paiement ne pouvant intervenir qu'après celui des autres créanciers, même chirographaires, les faire bénéficier des conditions de règlement contenues dans le plan reviendrait à leur offrir, injustement, un droit au paiement qui leur est normalement dénié. Il était donc impossible d'accorder aux porteurs de TSS des droits de vote proportionnels au montant du nominal de l'emprunt obligataire puisque cela aurait conduit à leur octroyer un poids politique tel qu'il leur permette de se prononcer de manière décisive sur le contenu du plan tout en se sachant "immunisés" quant à la créance de nominal ». Sur le traitement des subordinations de créances conventionnelles dans le cadre des procédures collectives françaises, v. Mathias Houssin, *La subordination de créance* (Lgdj, 2018).

¹⁶⁷ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 90: « in order to safeguard the binding authority of democratic decision-making, the courts must have the power to discard the voting of a creditor in circumstances where that creditor's voting behaviour is predominantly driven by individual interests that are not representative of, or may even run counter to, the interests of the class ».

value de restructuration peut être dégagée à terme si une restructuration efficiente intervient¹⁶⁸.

152. L'exclusion du vote des actionnaires, en revanche, empêcherait de les soumettre à une application forcée interclasse et de forcer leur éjection lorsqu'elle s'avère nécessaire. Nous reviendrons sur cet aspect (v. la présente partie, section 4.4.2.2.).

4.3.1.2.2. *Le vote par des classes de parties affectées*

153. Ensuite et surtout, l'article 9(4) prévoit que le vote par les parties prenantes interviendrait au sein de « classes distinctes représentatives d'une communauté d'intérêt suffisante ». Suivant en cela les modèles du Chapter 11, *scheme of arrangement* et de la procédure d'insolvabilité unique allemande, le législateur européen introduit ainsi une innovation majeure et entièrement conforme en son principe à l'analyse économique du droit.
154. La transposition de cette disposition en droit français entraînera une révolution appelée depuis longtemps par une partie de la doctrine¹⁶⁹.
155. En effet, le droit actuel prévoit, contrairement à tout bon sens économique, que tout plan de sauvegarde doit être voté par le comité des établissements de crédit, le comité des principaux fournisseurs et, le cas échéant, l'assemblée générale unique des obligataires. Aucune attention n'est accordée à l'impératif consistant à assurer une homogénéité des intérêts au sein des instances délibérantes, les créanciers *junior* et *senior*, privilégiés et chirographaires se retrouvant pêle-mêle au sein des mêmes comités¹⁷⁰. Sans aucune surprise, le régime actuel conduit à d'innombrables abus, comme en témoigne le récent dossier CGG¹⁷¹.

¹⁶⁸ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 14, qui notent à propos de l'affaire Technicolor: « La restructuration de la société Technicolor pose, par ailleurs, le problème du traitement des CDS et de la sécurité qu'ils offrent aux créanciers. Ne conférer le droit d'approuver le plan qu'aux seuls créanciers dont le patrimoine serait affecté par l'enjeu de la réorganisation, permettrait sans doute de neutraliser ces conflits d'intérêts ».

¹⁶⁹ V. parlant d'un système français qui met artificiellement sur un pied d'égalité des créanciers dont les intérêts divergent, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? »; V. aussi sur les abus découlant du système français actuel et une explication du système allemand, Reinhard Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité », in *Mélanges Claude Witz* (LexisNexis, 2018), 920.

¹⁷⁰ Le législateur français s'est efforcé de trouver une solution en permettant à l'administrateur judiciaire de moduler les droits de vote des créanciers au sein d'un comité selon leurs garanties ou accords de subordination éventuels. L'absence de critères objectifs pour une telle modulation donne lieu à une grande insécurité juridique et explique pourquoi en pratique cette possibilité n'offre pas la solution espérée. V. Reinhard Dammann et Gilles Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultat de l'ordonnance du 12 mars 2014 », *D.*, 2014, 752; V. également, Gabriel Archibald, « Valorisation de la société et droits de vote au sein des comités de créanciers », *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2018, 232.

¹⁷¹ V. Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité », 226. Certains titulaires d'OCEANE ont

156. Notons enfin que l'article 9(4) prévoit que les législateurs nationaux peuvent exempter les PME de l'obligation de faire voter les créanciers par classes distinctes. Il nous semble, néanmoins, qu'une telle exception ne doit pas être admise. Le problème est, en effet, que certaines protections des créanciers, sur lesquelles nous reviendrons (v. présente partie, section 5), ne s'appliquent que lorsqu'intervient une application forcée interclasse. C'est notamment le cas de l'analyse du plan à l'égard des règles de priorités, prévues à l'article 11(1). A cet égard, ne pas prévoir un vote par classes de créanciers pourrait aboutir à une violation de ces protections, essentielles d'un point de vue de l'analyse économique, si certains créanciers sont écrasés par une majorité dont les intérêts sont substantiellement divergents. Au fond, cela reviendrait à admettre les mêmes abus que ceux repérés dans le droit français actuel et mises à lumière par le cas CGG suscité.

4.3.1.2.3. Les critères de répartition par classes

4.3.1.2.3.1. La nécessité de critères objectifs mais flexibles

157. Il reste à savoir, néanmoins, quels critères vont permettre de répartir les créanciers en différentes classes. Le texte de la directive ne donne pas beaucoup d'indications à ce sujet. Il est seulement précisé que la répartition doit se faire selon « une communauté d'intérêt suffisante, sur la base de critères vérifiables » et que les créanciers garantis et non garantis doivent être mis dans des classes distinctes.

158. Pour les besoins de notre étude, deux aspects seulement doivent être soulignés. D'abord, il semble nécessaire de prévoir une flexibilité suffisante permettant de constituer des classes véritablement homogènes, dont les membres sont dans la même situation juridique *et* subissent le même traitement selon les termes du plan proposé¹⁷². La détermination des critères adéquats a fait couler beaucoup d'encre

contesté le traitement préférentiel prévu en faveur de porteurs d'obligations high yield américains. Les deux types d'obligataires avaient des intérêts différents d'un point de vue financier, mais ont été réunis, selon les règles françaises, dans une seule masse d'obligataires, où les porteurs d'OCEANE étaient minoritaires. Dans un arrêt du 17 mai 2018, la Cour d'appel de Paris a jugé que les porteurs d'OCEANE n'étaient pas recevables à contester la substance du plan adopté, sauf à démontrer l'existence d'un abus de majorité au sein de la masse d'obligataires. Un pourvoi en cassation a récemment été formé.

¹⁷² Il faut noter que rien n'empêche, dans la directive, de traiter différemment des créanciers qui se trouve en fait dans la même situation. L'article 10(2)(b) prévoit seulement que « les créanciers partageant une communauté d'intérêt suffisante *au sein de la même classe* bénéficient de l'égalité de traitement ». V. insistant sur la nécessité de remplir les deux conditions, Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 87; Notons que les créanciers dont les créances sont garanties en partie seulement par des sûretés doivent appartenir à la fois à la classe des créanciers munis des mêmes sûretés, pour la partie couverte de leur créance, et à la classe des créanciers chirographaires, pour la partie non couverte. V. Tollenaar, 94: « The voting behaviour of a secured creditor with a relatively large collateral shortfall could be driven to a significant extent by the treatment of the unsecured part of its claim ».

dans les pays où un tel système existe déjà¹⁷³, de sorte qu'une étude approfondie s'impose avant toute transposition.

159. Ensuite, cette flexibilité ne doit pas être perçue comme une carte blanche pour s'assurer que la majorité requise sera atteinte. Un tel « *gerrymandering* » serait contraire à la justification épistémique qui sous-tend le vote au sein des classes, c'est-à-dire l'idée qu'un plan approuvé par une majorité au sein d'une classe de personnes dont les intérêts sont similaires ne porte probablement pas atteinte aux intérêts de la minorité dissidente¹⁷⁴.

4.3.1.2.3.2. La nécessité de critères prévisibles

160. Un autre aspect fondamental de la répartition des créanciers en classes fait malheureusement défaut dans le texte de l'article 9 : la prévisibilité des critères utilisés. Il s'agit d'une insuffisance importante de la directive, qui témoigne là encore de la confusion de ses objectifs, que le droit français ne doit pas reprendre à son compte¹⁷⁵.
161. Il faut comprendre en effet que le vote à proprement parler n'est qu'un dernier ressort et n'a pas vocation à intervenir dans la plupart des cas. Plutôt, le débiteur et ses créanciers négocient à la lumière de ce qui est prévisible si un vote devait intervenir¹⁷⁶.
162. A cet égard, les règles de distribution en classes déterminent les « poids » respectifs des parties prenantes lors des négociations. Elles permettent aussi aux créanciers de prévoir dans une certaine mesure quel serait leur sort si le débiteur rencontrait des difficultés.

¹⁷³ V. Scott F. Norberg, « Classification of Claims under Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Fallacy of Interest Based Classification », *American Bankruptcy Law Journal* 69 (1995): 119; Bruce Markell, « Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification », *Bankruptcy Developments Journal* 11 (1995): 1; Pour une exposition du système allemand, qui laisse une grande flexibilité aux praticiens de l'insolvabilité, v. Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité ».

¹⁷⁴ V. pour une critique dans ce sens dans le contexte du Chapter 11, Peter E. Meltzer, « Disenfranchising the Dissenting Creditor through Artificial Classification or Artificial Impairment », *American Bankruptcy Law Journal* 66 (1992): 281-322; Markell, « Clueless on Classification ».

¹⁷⁵ Cet oubli du législateur européen est d'autant moins acceptable que les considérants 15 et 85 énoncent clairement que la sécurité juridique et la prévisibilité du traitement des créanciers dans les procédures collectives est nécessaire pour favoriser le financement des entreprises européennes. L'explication de cet oubli se trouve sans doute dans la volonté de certains rédacteurs de permettre la définition des classes selon les besoins de la cause, pour « sauver » une entreprise même si les créanciers s'y opposent, ce qui est un bon signe pour considérer que l'entreprise n'est pas viable.

¹⁷⁶ V. le classique, Robert Mnookin et Lewis Kornhauser, « Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce », *Yale Law Journal* 88, n° 5 (1 janvier 1979); Sarah Paterson, « Bargaining in financial restructuring: market norms, legal rights and regulatory standards », *Journal of Corporate Law Studies*, 2014, 338: « All financial restructuring negotiations happen in the shadow of insolvency law ».

163. La définition de critères clairs et prévisibles est donc fondamentale, à la fois pour diminuer le risque du crédit *ex ante* et pour faciliter les négociations en explicitant les poids respectifs des différentes parties prenantes.
164. Ce dernier aspect exige, en outre, que la répartition des créanciers en classes distinctes intervienne bien en amont du vote, dès l'ouverture de la procédure. Il est en effet inimaginable que les créanciers puissent négocier sans pouvoir deviner si les majorités nécessaires sont acquises pour telle ou telle proposition. Cela implique, comme nous allons le voir, qu'il est souhaitable de désigner systématiquement un praticien de l'insolvabilité et d'arrêter la répartition définitive des créanciers en classes le plus tôt possible.

4.4. L'application forcée interclasse

165. Qu'en est-il si certaines classes de créanciers votent en défaveur d'un plan proposé ? La Directive Restructuration apporte à cet égard une innovation très importante, salutaire dans certaines hypothèses, et justifiée économiquement si certains garde-fous sont mis en place.

4.4.1. La justification d'une application forcée interclasse

4.4.1.1. Une application forcée interclasse nécessaire

166. Il semble rationnel pour les négociateurs hypothétiques *ex ante*, soucieux de préserver les intérêts de tous les groupes de créanciers, d'être suspicieux par rapport à un plan qui n'a pas reçu l'approbation de toutes les classes de créanciers.
167. Le fait qu'une classe, ou même une majorité de classes, ait approuvé le plan proposé ne garantit rien s'agissant de la protection adéquate des intérêts de la classe dissidente. Ces derniers sont, en conséquence du principe même de répartition en classes distinctes, non alignés avec ceux des autres classes. Une majorité de classes peut très bien décider d'exproprier une minorité dissidente sans en subir elle-même les conséquences. Or, un tel scénario n'est pas justifié du point de vue de la CBT.
168. Cela n'implique pas, néanmoins, qu'une application forcée interclasse ne serait jamais acceptable. Comme nous l'avons indiqué, le vote majoritaire n'est qu'un garde-fou contre les décisions abusives, mais il n'est pas le seul.
169. Il semble rationnel pour les négociateurs hypothétiques *ex ante* de vouloir qu'un plan puisse être imposé dès lors qu'il assure une maximisation de la valorisation de l'entreprise dans l'intérêt de tous les créanciers, et que les intérêts d'aucun d'entre eux ne se trouvent sacrifiés sans justification.
170. Si cette possibilité de *cross-class cram-down* n'était pas ouverte, des classes de créanciers auraient un levier efficace pour limiter indûment leurs pertes au détriment des classes pour lesquelles l'adoption du plan est plus importante (par exemple parce qu'elles ont une moindre tolérance aux pertes)¹⁷⁷.

¹⁷⁷ V. soulignant une critique classique des schémas of arrangement anglaises, McCormack et Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws », 9: « there is no ability to cram-down a dissenting class of creditors in

171. Le rejet du plan par une classe de créanciers ne doit donc pas être insurmontable dès lors que les autres garde-fous contre les traitements inéquitables des créanciers récalcitrants, sur lesquels nous reviendrons (v. présente partie, section 5), offrent une protection suffisante.

4.4.1.2. *Le cas particulier d'une conversion forcée de la dette en capital*

172. Une certaine prudence additionnelle s'impose s'agissant spécifiquement des conversions forcées de la dette en capital. Cette décision n'est pas anodine. Même si l'on considère que la valeur des instruments financiers attribués est équivalente, ce paiement alternatif n'est pas un substitut parfait au paiement en espèces¹⁷⁸.

173. En effet, la forme du paiement final, et notamment sa liquidité et niveau de risque attendu, est un élément essentiel pour les créanciers dans leur prise de décision de contracter avec le débiteur. Ces éléments sont reflétés dans le coût du financement accordé, car les créanciers anticipent dans leur décision le moment quand leur exposition aux risques de l'entreprise s'arrêtera et le capital fourni au débiteur pourra être utilisé à d'autres fins¹⁷⁹.

174. Or, en l'absence d'un marché secondaire suffisamment liquide, sur lequel les créanciers pourraient céder vite et sans décote les instruments qu'ils se voient attribuer au lieu d'un paiement en espèces, tout paiement en forme alternative force effectivement les créanciers à continuer de financer l'entreprise contre leur volonté et leurs prévisions initiales¹⁸⁰.

a scheme of arrangement. This results in an excessive emphasis on the classification of creditors, with the result that creditors placed in a different class tend to bargain for excessive rights ».

¹⁷⁸ V. pour une critique de la conversion imposée aux créanciers minoritaires au sein d'un comité à l'égard du droit français actuel, Serge Pelletier et Constance Verroust-Valliot, « Comités de créanciers : la loi de la majorité peut-elle vraiment imposer des conversions forcées de créances aux minoritaires ? », *Rev. proc. coll.*, 2017, étude n°10, qui notent notamment que pourraient être soulevées des violations du droit de propriété, du droit de ne pas contracter et du principe de l'affectio societatis. A notre avis, il s'agit néanmoins d'entorses à ces droits qui seraient acceptées dans le cadre d'une négociation hypothétique ex ante entre les parties prenantes.

¹⁷⁹ Tout paiement alternatif rallonge l'exposition au risque du créancier, ce qui aurait dû entraîner un coût supplémentaire à la charge du débiteur si le rallongement pouvait être anticipé. Yakov Amihud et Haim Mendelson, « Liquidity, Asset Prices and Financial Policy », *Financial Analysts Journal* 47, n° 6 (novembre 1991): 56: "Risk adverse investors require higher expected returns to compensate for greater risk. Similarly, investors prefer to commit capital to liquid investments, which can be traded quickly and at low cost whenever the need arises".

¹⁸⁰ A cet égard, on ne saurait suivre l'argument de Jackson et Baird, qui soutiennent qu'une dation en paiement par le biais d'instruments financiers alternatifs de valeur égale au paiement attendu est entièrement satisfaisante. Comme ils le reconnaissent eux-mêmes, il n'en serait ainsi que si les créanciers avaient effectivement la possibilité de céder immédiatement les instruments financiers ainsi attribués pour récupérer l'entière valeur de leur créance. Baird et Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », 120.

175. Certains auteurs considèrent qu'une telle entorse aux droits des créanciers ne serait jamais justifiée par la CBT¹⁸¹. C'est également la solution retenue par le législateur néerlandais, qui a prévu qu'une application forcée interclasse ne peut avoir lieu dans le cadre des nouvelles procédures préventives que si les classes dissidentes qui ont droit à un paiement en espèces se voient accorder un tel paiement¹⁸².
176. Nous ne partageons pas cet avis. Il nous semble raisonnable pour les négociateurs hypothétiques *ex ante*, en prévision de la situation de blocage qui pourrait s'instaurer dans le cas contraire, d'admettre une telle entorse lorsqu'elle est strictement nécessaire¹⁸³.
177. La possibilité d'une telle conversion forcée permet de sauvegarder une plus-value de restructuration qui pourrait être détruite en cas de refus irraisonnable de certaines classes de créanciers de recevoir un paiement alternatif. En effet, dans certains cas un paiement immédiat en espèces ne pourrait être assuré que par une vente isolée des actifs du débiteur, ce qui mettrait en péril la viabilité subséquente de l'entreprise après restructuration. Les créanciers senior qui ont un droit de paiement en espèces se verraient ainsi accorder, au fond, un droit de veto sur le plan de restructuration, ce qui contredit l'objectif même des applications forcées interclasse.
178. De plus, une telle possibilité de conversion forcée contribuerait à responsabiliser les pourvoyeurs de crédit, dont les décisions créent des externalités, c'est-à-dire qu'elles ont des effets sur des tiers au contrat et l'économie en général¹⁸⁴. Il semble souhaitable que ces créanciers soient incités à procéder à une véritable analyse des

¹⁸¹ Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 31 et suiv., 155 et suiv., 236 et suiv.

¹⁸² V. Clifford Chance client memo, Revised Draft "Dutch Scheme (WCO II)", 2017.

¹⁸³ Une telle position trouverait appui dans la théorie classique de Calabresi et Malamed, qui notent que deux manières de protéger un intérêt existent: selon les règles de propriété (au sens large, non juridique), et par des règles de responsabilité. Dans un récent article, V. Buccola souligne qu'il est raisonnable de prévoir des métarègles pour passer d'une forme de protection à l'autre lorsque des situations de monopole empêchent l'émergence consensuelle d'une solution efficace. Tel est le cas, par exemple, en l'absence de financements alternatifs lorsqu'un créancier menace de retirer son financement, même si le maintien en activité de l'entreprise est la meilleure solution dans les circonstances. Pour éviter une extorsion induite de valeur par ce créancier monopoliste, un glissement vers des règles de responsabilité est justifié. V. Buccola, « Bankruptcy's Cathedral »; V. aussi le classique Guido Calabresi et A Douglas Melamed, « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral », *Harvard Law Review* 85, n° 6 (1972): 1089; Pour une exposition plus récente, v. Ian Ayres et Eric Talley, « Solomonic Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade », *Yale Law Journal* 104 (1995): 1027; Ilya Segal et Michael D Whinston, « The Efficiency of Bargaining under Divided Entitlements », *The University of Chicago Law Review* 81 (2014): 273.

¹⁸⁴ V. Emre Ozdenoren et Kathy Yuan, « Contractual Externalities and Systemic Risk », *The Review of Economic Studies* 84, n° 4 (1 octobre 2017): 1789-1817;; Zhiguo He et Péter Kondor, « Inefficient Investment Waves », *Econometrica* 84, n° 2 (2016): 735-80;; Javier Bianchi, « Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications », *American Economic Review* 100, n° 2 (mai 2010): 398-402.

projets du débiteur avant d'octroyer le crédit demandé. Dans la régulation post-crise, cette nécessité se traduit par le principe de rétention d'une partie du risque par les établissements de crédit (*skin in the game*)¹⁸⁵. Or, s'il était inenvisageable d'imposer dans certaines circonstances le paiement alternatif ici discuté à un créancier senior, il serait moins incité à s'assurer de la viabilité du projet financé.

179. Toutefois, pour qu'une telle conversion forcée des créances en capital soit justifiée, il ne suffit pas que les créanciers reçoivent une valeur équivalente à celle qui leur est due. Encore faut-il que la conversion soit véritablement nécessaire, c'est-à-dire qu'il ne soit pas possible de remédier à l'absence d'un tiers prêt à racheter l'entreprise en activité. Tel n'est pas le cas si l'absence de repreneur s'explique par des inefficiences créées par les règles de la procédure préventive elle-même.
180. On pense, par exemple, à la procédure de conciliation en France, dont les règles de confidentialité trop strictes empêchent, comme nous allons le voir (v. partie IV, section 1), l'émergence d'un marché secondaire de la dette suffisamment développé¹⁸⁶. Si le paiement en espèces du créancier peut être assuré par une modification de ce type de règles, forcer le créancier à poursuivre le financement de l'entreprise par une conversion forcée de ses créances en capital semble être une entorse disproportionnée à ses droits. A notre avis, elle ne serait pas justifiée dans le cadre de la CBT.

4.4.2. L'application forcée interclasse sous la Directive Restructuration

181. Au vu de ce qui vient d'être exposé, l'article 11 de la Directive Restructuration, dédié aux applications forcées interclasse, introduit une innovation majeure et bienvenue¹⁸⁷.

4.4.2.1. Les deux modèles d'application forcée interclasse

182. Deux modèles d'application forcée interclasse ont servi d'inspiration au législateur européen.
183. Le projet initial de la Commission reprenait le modèle du *Chapter 11*, exigeant que le plan soit approuvé au moins par une classe autre que les associés et celles qui,

¹⁸⁵ V. Rosa Lastra, « Systemic Risk and Macro-Prudential Supervision », *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 1 août 2015.

¹⁸⁶ V. Sophie Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence », *RTDF*, n° 4 (2018): 27: « la confidentialité des procédures amiables renchérit le coût du crédit en limitant l'efficacité du marché secondaire de la dette et nuit à la mise en concurrence des apporteurs de new money tout comme il conduit à l'utilisation abusive du privilège qui s'y attache, en violation des droits des tiers ».

¹⁸⁷ Article 11(1) : « Les États membres veillent à ce qu'un plan de restructuration qui n'est pas approuvé par les parties affectées conformément à l'article 9, paragraphe 6, dans chaque classe autorisée à voter puisse être validé par une autorité judiciaire ou administrative sur proposition d'un débiteur, ou avec l'accord du débiteur, et être imposé aux classes dissidentes autorisées à voter, lorsque ce plan de restructuration remplit au moins les conditions suivantes... »

sur la base d'une valorisation de l'entreprise en activité (ou *going concern*), c'est-à-dire d'une cession hypothétique de l'entreprise en activité, n'auraient droit à aucun paiement en cas de liquidation judiciaire. Autrement dit, le plan doit être approuvé par une classe *in the money*.

184. En théorie, il s'agit d'une procédure efficace, dans la mesure où la classe de créanciers ainsi identifiée a en principe des intérêts alignés avec ceux de l'ensemble des parties prenantes, car ils bénéficient de tous les gains et subissent toutes les pertes de la décision à prendre. En pratique, néanmoins, un tel régime incite à une guerre des valorisations entre les classes de créanciers¹⁸⁸ : selon la valorisation retenue par le juge, telle ou telle classe se trouverait *in* ou *out of the money*.
185. L'exercice est d'autant plus hasardeux que la valorisation se fait sur une base *going concern*, dont la difficulté a déjà été évoquée¹⁸⁹. Si cet exercice reste compliqué même aux États Unis, où les juges ont une expérience importante de ce type de valorisations, il n'est pas difficile d'imaginer l'incertitude qui en découlera dans les juridictions européennes qui n'y sont pas habituées¹⁹⁰.
186. Face aux critiques de certains États membres, le Conseil a introduit dans le texte de la directive un deuxième modèle d'application interclasse, inspiré de l'exemple allemand. L'article 11(1)(b) prévoit ainsi que le plan doit avoir été approuvé « par une majorité de classes de parties affectées autorisées à voter », et ce « à condition qu'au moins une de ces classes soit une classe de créanciers garantis ou ait un rang supérieur à celui de la classe des créanciers chirographaires ».
187. Ce régime a, au moins, le mérite de la facilité et de la prévisibilité¹⁹¹. L'on pourrait également espérer que l'agrégation des points de vue d'une majorité favorable à l'approbation du plan, en ce compris une classe de créanciers munis de sûretés donc (*a priori* au moins) *in the money*, devrait assurer que le plan approuvé respecte les intérêts des parties prenantes. Ce modèle n'empêche pas, néanmoins, qu'une majorité de classes de créanciers votent dans leur intérêt commun mais contrairement à l'intérêt d'une classe dissidente, ce qui explique la nécessité de prévoir des protections efficaces des créanciers par des règles de traitement équitable et de respect de l'ordre des priorités.
188. L'articulation entre les deux régimes montre, s'il fallait encore le prouver, que le législateur européen entend favoriser autant que possible l'adoption des plans, même en dépit de l'opposition majoritaire des créanciers. En effet, à défaut d'une

¹⁸⁸ V., expliquant que les créanciers junior sont incités à sur-valoriser tandis que les créanciers senior sont incités à sous-valoriser l'entreprise, Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 37.

¹⁸⁹ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 9.

¹⁹⁰ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 14.

¹⁹¹ V. pour l'étude du système allemand, Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité ».

majorité de classes de créanciers acquise à la cause, l'on revient au système inspiré du *Chapter 11*. Les incertitudes liées à la valorisation de l'entreprise en activité (ou *going concern*) ne sont donc en rien allégées, car les créanciers devront tout de même y procéder pour apprécier la probabilité qu'un plan ou un autre pourrait être adopté en force en dépit de leur éventuelle opposition.

189. Il reste à espérer que les juges nationaux ne percevront pas cette alternance entre les deux règles d'application interclasse comme une invitation à accepter le plan coûte que coûte dès lors que l'entreprise est sauvée à court terme même si elle n'est pas viable à long terme¹⁹².

4.4.2.2. *Les associés, une classe comme une autre*

190. Une autre innovation majeure de la directive, qu'il convient de saluer, est la facilitation des conversions des dettes en actions (ou *debt equity swap*) par le traitement des associés comme une classe de créanciers à part entière.
191. Lorsque le débiteur rencontre des difficultés financières importantes, les associés se trouvent souvent, d'un point de vue économique, *out of the money*. Ils n'ont plus rien à perdre et devraient absorber les pertes en premiers, leur place étant prise par les autres créanciers au moyen d'une conversion de la dette en capital. Une telle conversion est très prisée dans la pratique des restructurations aux États Unis¹⁹³ et présente, comme nous l'avons déjà souligné, d'importants avantages économiques et financiers.
192. Or, d'un point de vue juridique, les associés disposent, au moins en France, d'un droit de veto effectif sur ce type de restructurations, qui nécessitent un coup d'accordéon ou une cession de leurs titres. Cela permet aux associés de bénéficier d'un levier pour provoquer un transfert indu de richesses appartenant aux créanciers¹⁹⁴.
193. A cet égard, la directive offre une solution salutaire. En vertu de l'article 12(1), les associés peuvent être traités comme une classe de créanciers, rendant ainsi applicables les articles 9 à 11. Dans ce cas, une application forcée interclasse à leur

¹⁹² V. le rapport financé par la Commission, Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 34: « There is no reason to believe that a plan that has failed to obtain requisite creditor majorities would permit the business to continue, nor that it would allocate the value in the estate fairly, i.e. respectfully of legal rights, duly informed by debtor-specific knowledge, and in a cost-effective manner ».

¹⁹³ V. Lucian Arye Bebchuk, « A New Approach to Corporate Reorganizations », *Harvard Law Review* 101, n° 4 (1988): 775-804.

¹⁹⁴ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 11: « Cet état du droit engendre une situation paradoxale dans laquelle le droit de vote des associés est appelé à être monnayé, alors même que la valeur des titres auxquels il est attaché est égale à zéro ».

égard serait pleinement envisageable, y compris lorsque le plan adopté prévoit un *debt equity swap*¹⁹⁵.

194. Il faut noter, à cet égard, que lorsque les associés votent sur le plan, ils le font précisément au sein d'une *classe* au sens de la Directive Restructuration, et non au sein d'une assemblée générale au sens du droit des sociétés. Dès lors, ce sont les règles spéciales prévues pour les votes des classes qui s'appliquent, y compris en ce qui concerne les majorités requises et les protections accordées (par exemple le « best interest of creditors test » et les règles de priorité)¹⁹⁶.
195. Alternativement, les législateurs pourraient choisir de simplement s'assurer « par d'autres moyens » que « ces détenteurs de capital ne puissent empêcher ou rendre difficiles, de façon déraisonnable, l'adoption et la validation d'un plan de restructuration ». L'on peine à saisir quels seraient ces moyens alternatifs¹⁹⁷. De plus, cette option présente l'inconvénient d'exempter les associés de l'application des règles portant sur l'ordre des paiements prévues par la directive¹⁹⁸.
196. La possibilité de traiter les associés comme une classe de créanciers procède, à notre avis, d'un changement important de paradigme en droit privé européen. Cette innovation repose en effet sur la reconnaissance implicite, mais nécessaire, du concept de structure de capital, en vertu duquel il n'y a aucune différence fondamentale entre les créanciers et les associés au-delà de leurs rangs respectifs¹⁹⁹.
197. Pour mesurer l'importance du bouleversement des catégories traditionnelles du droit privé ainsi entamé, il suffit de se rappeler pourquoi la conversion de la dette en capital admise à des conditions strictes en France par la loi Macron a dû être

¹⁹⁵ Nous avons indiqué plus haut les malheureux malentendus qui empêcheront l'application d'une telle solution aux PME.

¹⁹⁶ Cela devrait permettre d'éviter les difficultés actuelles liées, en droit français, au fait que l'assemblée générale des associés qui vote en application du plan demeure souveraine et pourrait très bien le rejeter. V. Cass. com., 15 janv. 1991, n° 89-15822 : Bull. civ. IV, n° 27, BJS 1991, p. 425, note P. Le Cannu, retenant que le refus de l'assemblée générale d'autoriser une modification des statuts pourtant prévue par le plan ne peut donner lieu à une exécution forcée en nature mais ne constitue qu'une cause de résolution du plan. Au plus le tribunal arrêtant le plan de sauvegarde peut-il, en vertu de l'article L. 626-16 du Code de commerce, donner mandat à l'administrateur pour convoquer une assemblée générale, et décider que les règles de majorité spéciales prévues à l'article L. 626-16-1 du Code de commerce (majorité des voix des associés présents ou représentés) seront applicables par dérogation aux règles de droit commun. Sur ces questions, v. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 515.22.

¹⁹⁷ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5: « Parties may not act unreasonably generally. Article 12 does not seem to add anything to this general rule and appears superfluous ».

¹⁹⁸ C'est le cas en droit italien, où une règle de priorité absolue existe, mais la jurisprudence considère qu'elle ne s'applique pas aux associés dans la mesure où ils ne sont pas traités comme une classe à part entière.

¹⁹⁹ V. considérants 2 et 45.

limitée aux procédures de redressement judiciaire²⁰⁰. En effet, le Conseil d'État, préalablement consulté à cet égard, a refusé d'admettre qu'une telle conversion puisse avoir lieu avant que la cessation des paiements du débiteur soit acquise (donc pendant une procédure de sauvegarde). Aux yeux du Conseil, semble-t-il, une différence fondamentale demeure entre la protection constitutionnelle accordée aux droits de propriété des associés et celle accordée aux créanciers²⁰¹.

198. Or, si la voie conceptuelle ouverte par la Directive Restructuration est pleinement suivie, aucune différence ne devrait plus demeurer à cet égard entre les deux types de pourvoyeurs de financement de l'entreprise²⁰². Les limites de ce bouleversement seront très probablement testées devant le Conseil constitutionnel lors de la transposition de la directive²⁰³. Nous avons expliqué dans d'autres publications pourquoi le Conseil constitutionnel devrait se montrer plus sensible aux considérations économiques et franchir le pas que n'a pas voulu franchir le Conseil d'État²⁰⁴. Tout au moins devrait-il reconnaître que la protection constitutionnelle du droit de propriété des créanciers est aussi forte que celle accordée au droit de propriété des associés.
199. Enfin, il reste à voir comment la transposition de la directive pourra être articulée avec la pratique officieuse (et sans aucun fondement) de l'AMF, qui semble exiger

²⁰⁰ V. L. 631-19-2 du Code de commerce. V. sur cet article, Blanc, D. 2015. Chron. 2460 ; Roussel Galle, Rev. sociétés 2015. 636 ; Cerati-Gauthier, JCP E 2015. 1461 ; Dammann et F.-X. Lucas, BJS 2015. 521 ; Parachkévova, BJS 2015. 529 ; Teboul, LPA 22 oct. 2015 ; Degenhardt, BJE 2015. 432 ; Bourbouloux et Fort, BJE 2016. 287.

²⁰¹ V. pour un commentaire de cet aspect de la loi Macron, ainsi que pour une critique du traitement différent des droits de propriété respectifs des associés et des créanciers, Jérémy Martinez et Sophie Vermeille, « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie », *RTDF*, n° 2 (2014): 35.

²⁰² V. notant que l'actionnariat n'est plus une forteresse imprenable, Lucas et Porrachia, « L'expropriation de l'associé qui ne finance pas la restructuration de la société en redressement judiciaire ». Sur l'irruption de la notion de propriété économique de l'entreprise en droit français des procédures collectives, v. Francois-Xavier Lucas, « Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des droits de l'actionnaire : propriété économique et propriété juridique, qui doit financer la restructuration ? », *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 5 (2013); Françoise Pérochon, « Comité des établissements de crédit : mode d'emploi ! », *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2016, 229: « dans la France de 2017 (...), au regard des comités, l'actionnaire est un créancier comme les autres ! »

²⁰³ Comme cela a été le cas de la loi Macron, le Conseil constitutionnel ayant validé la possibilité d'une conversion de la dette en capital malgré l'opposition des associés, aux conditions prévues par la loi. V. Martinez et Vermeille, « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie ».

²⁰⁴ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 11 et suiv.; Martinez et Vermeille, « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie »; Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », 2201.

systématiquement, dans les cas de restructurations des sociétés cotées, que les actionnaires se voient attribuer entre 5% et 10% de la valeur dégagée par la restructuration.

4.4.2.3. *La désignation d'un praticien des restructurations*

200. Le cadre proposé par la Directive Restructuration est construit sur un modèle DIP, où le débiteur n'est pas dessaisi de la gestion courante de l'entreprise²⁰⁵. Le législateur européen semble en conclure que c'est au débiteur d'organiser les négociations avec ses principaux créanciers, ce qui est supposé diminuer le coût des procédures et éviter les perturbations inutiles du fonctionnement de l'entreprise²⁰⁶.
201. La règle par défaut de l'article 5 est, donc, qu'aucun praticien des restructurations ne doit en principe être désigné. Néanmoins, l'article 5(3) prévoit qu'un praticien doit être désigné dans certains cas, et ce notamment « b) lorsque le plan de restructuration doit être validé par une autorité judiciaire ou administrative à la suite de l'application forcée interclasse ».
202. Un tel enchaînement de la règle par défaut et de son exception témoigne, à notre avis, de la confusion d'objectifs divergents poursuivis par le législateur européen, que nous avons déjà soulevée. L'enchaînement n'est en effet compréhensible que dans un système dont le but est de faire accepter un plan à tout prix plutôt que d'organiser les bonnes conditions de négociation entre les créanciers. Dans ce cas, pouvoir répartir les créanciers par classes selon des critères très flexibles, et surtout pouvoir procéder à cette répartition au dernier moment, selon les besoins de la cause, peut s'avérer un outil précieux dans les mains du débiteur²⁰⁷.
203. En revanche, si le but poursuivi par les procédures préventives est plutôt de faciliter la négociation entre les créanciers dans l'intérêt de toutes les parties prenantes (comme l'exige l'analyse économique), il faut garder à l'esprit que la négociation a toujours lieu à la lumière de ce qui se passerait en cas d'absence d'accord unanime. La possibilité d'une application forcée interclasse fait donc partie du décor de la négociation dès son premier jour.
204. Dès lors, un praticien des restructurations, qui serait en principe chargé de répartir les créanciers en classes distinctes si une application interclasse s'avérait nécessaire, devrait systématiquement être nommé, pour informer les créanciers le

²⁰⁵ Considérant 30 et Article 5.

²⁰⁶ Alors que le concept de procédures DIP est connu de longue date aux États Unis, le concept a été pour la première fois formellement défini en Europe par le règlement 2015/848, après avoir été utilisé par la Commission dans la Recommandation 2014/135/UE, qui soulignait que les procédures DIP sont adaptées aux procédures ouvertes en amont des difficultés financières en ce qu'elles évitent les coûts inutiles. V. Bob Wessels et Stephan Madaus, « Rescue of Business in Insolvency Law », Instruments of the European Law Institute, 6 septembre 2017, 154 et suiv.; B. Wessels et R. de Weijs, « Proposed Recommendations for the Reform of Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code », *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper* 2015, n° 37 (2015): 9.

²⁰⁷ V. LJ Rusch, « Gerrymandering the Classification Issue in Chapter Eleven Reorganization », 1992, 63 UCoLR 43-64.

plus vite possible de la répartition qu'il entend retenir si nécessaire. A cet égard, il semble souhaitable de faire usage de l'option ouverte par l'article 5(2) et prévoir une désignation systématique des praticiens des restructurations²⁰⁸.

205. Le praticien pourrait également jouer d'une certaine façon le rôle d'« ombudsman de la valorisation »²⁰⁹ pour arbitrer entre les valorisations divergentes proposées par les créanciers senior et les créanciers juniors²¹⁰, et réduire ainsi l'incertitude de la valorisation retenue lorsque le juge devra confirmer le plan²¹¹.
206. Le même raisonnement s'applique à l'option offerte par l'article 9(5) de la directive d'une validation définitive de la répartition en classes à un stade antérieur à celui de l'approbation du plan par l'autorité judiciaire. Cette option semble souhaitable, dans la mesure où elle contribue à augmenter la prévisibilité de l'issue de la procédure²¹².

5. Une consécration insuffisante de la protection des droits substantiels des créanciers exigée par la CBT

207. Pour qu'une solution alternative à la liquidation du débiteur puisse être imposée malgré l'absence d'un accord unanime de ses créanciers, elle doit être à la fois plus efficace pour l'ensemble des parties prenantes, et ne pas porter préjudice aux intérêts de certaines d'entre elles. Autrement, les négociateurs hypothétiques *ex ante*, s'imaginant dans la position des parties prenantes les moins favorisées, ne seraient pas en position de l'accepter.

²⁰⁸ Sur le rôle important joué par les administrateurs judiciaires dans les procédures collectives françaises actuelles et l'évolution historique de ce rôle, v. Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, chap. 42 et 43.

²⁰⁹ V. Paterson, « Bargaining in financial restructuring: market norms, legal rights and regulatory standards », 359.

²¹⁰ V. Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 37: « Senior claimants have incentives to undervalue the business, since that enables them to claim a greater proportion of its post restructuring value, whereas junior claimants have corresponding incentives to overvalue it ».

²¹¹ Notons aussi que la désignation d'un praticien de restructurations s'impose eu égard au fait que le principe des restructurations DIP augmente le risque de comportements opportunistes de la part des débiteurs, notamment dans les sociétés à actionnariat concentré. V. J. Armour, G. Hertig, K. Kanda, « Transactions with Creditors » in J. Armour, L. Enriques et al., « The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach » (OUP, 2018): 109 – 114.

²¹² Cette option semble d'autant plus importante que la distribution finale des créanciers par classes est un art plutôt qu'une science, de sorte que même les juridictions où le vote par classe existe depuis longtemps souffrent d'une certaine imprévisibilité, qui ne peut être levée que par une décision définitive en amont. V. s'agissant de la répartition des créanciers en classes dans le cadre des procédures du Chapter 11, LJ Rusch, « Gerrymandering the Classification Issue in Chapter Eleven Reorganization », 1992, 63 UCoLR 43-64 ; PE Meltzer, « Disenfranchising the Dissenting Creditors through Artificial Classification or Artificial Impairment », 1992, 66 ABLJ 281 – 321.

208. Une protection adéquate dans ce sens nécessite que plusieurs tests soient satisfaits. Il s'agit de s'assurer que l'ouverture des procédures collectives ne comporte aucune modification des droits matériels des parties prenantes²¹³. Autrement, certaines parties seraient incitées à chercher stratégiquement l'ouverture des procédures et d'autres à l'éviter, pour profiter des différentes redistributions de richesses subséquentes²¹⁴.

5.1. *Le “best interest of creditors test”*

209. La traduction immédiate de l'exigence ainsi exposée est le « best interest of creditors test », qui énonce qu'un créancier contestataire ne doit pas être moins bien traité dans un plan de restructuration que dans la situation alternative où le plan n'aurait pas été approuvé (c'est-à-dire en cas de liquidation)²¹⁵.

210. C'est dans les mêmes termes que la Directive Restructuration importe ce concept issu du Chapter 11. Le critère est défini à l'article 2(6) : « un critère qui vérifie qu'aucun créancier dissident ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan de restructuration que celle qu'il connaîtrait si l'ordre normal des priorités en liquidation établi par le droit national était appliqué, *soit dans le cas d'une liquidation*, que cette dernière se fasse par *distribution des actifs ou par la cession de l'entreprise en activité*, soit dans le cas d'une *meilleure solution alternative* si le plan de restructuration n'était pas validé ».

211. L'analyse contrefactuelle exigée par ce test n'est pas chose facile, car les termes qui doivent être comparés sont difficilement saisissables.

212. S'agissant tout d'abord de la liquidation hypothétique, il faut imaginer à la fois quel serait le prix de cession des actifs, sans recourir à une vente effective sur le

²¹³ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 33: « the first rule of a collective proceeding designed to serve bankruptcy law's historic role is that it should take the value of entitlements as it finds them. The difficult substantive issue of whether those entitlements are correct is an important question, but it is not a bankruptcy question ».

²¹⁴ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 21: « This limited definition of the concept allow Jackson and Baird to avoid legal-political debate on the desirability of adjusting the material rights of creditors in the even of the debtor's insolvency and to limit themselves to a relatively clear efficiency analysis: a comparison between enforcing material claims through an uncoordinated cascade of individual enforcement actions and enforcing those claims through a coordinated collective enforcement procedure ».

²¹⁵ La manifestation emblématique de ce test trouve sa source dans le droit américain, où il existe depuis 1898 s'agissant des créanciers chirographaires et depuis 1978 pour les créanciers munis de sûretés. V. Jonathan Hicks, « Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations », *Nevada Law Journal* 5, n° 3 (1 mars 2005). V. pour un intéressant premier commentaire français du « best interest of creditors test », Mathias Houssin, « Le test du respect des intérêts des créanciers ou « best interest test » », *Rev. proc. coll.*, n° 4 (2018): étude n°19. Le droit français prévoit actuellement, à l'article L. 626-31 du Code de commerce, que le juge arrêtant le plan de sauvegarde doit s'assurer que « les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés ». Cette notion est jugée par la doctrine « bien vague » et ne semble pas offrir une sécurité juridique suffisante aux créanciers. V. sur cette notion, Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, n° 82.41.

marché, et quelle serait la répartition des sommes obtenues entre les créanciers. Comme nous allons le voir, la mise en place du « *best interest of creditors test* » sera particulièrement problématique dans des juridictions comme la France, où l'ordre de répartition est très sensible aux circonstances factuelles de la liquidation²¹⁶.

213. Notons encore que depuis la lecture du Conseil, la comparaison doit s'opérer soit avec une liquidation hypothétique, soit avec la « meilleure solution alternative » en l'absence d'approbation du plan. Or, la restructuration n'est justifiée, nous l'avons vu, que dans la mesure où c'est une meilleure alternative à la liquidation du débiteur. Comment envisager, alors, ces solutions alternatives ? Ce rajout ne se comprend que dans un régime où les procédures préventives sont accessibles même si l'insolvabilité du débiteur peut être évitée par d'autres moyens, dans quel cas l'alternative à l'approbation du plan n'est pas forcément la liquidation.
214. On pourrait aussi considérer que la « meilleure alternative » vise en réalité un plan de restructuration alternatif. Une telle comparaison rendrait néanmoins la procédure beaucoup trop complexe, dans la mesure où plusieurs plans devraient systématiquement être présentés. Cela reviendrait en effet à exiger une preuve d'inexistence d'un plan sous lequel le créancier est mieux traité, preuve difficile s'il en est.
215. S'agissant ensuite du traitement du créancier dans le cadre du plan proposé, son appréciation est particulièrement compliquée lorsqu'il s'agit d'une conversion forcée de la dette en capital. Cela exige, en effet, des prédictions sur la performance future de l'entreprise²¹⁷. De plus, il faut prendre en considération tous les facteurs idiosyncratiques liés à chaque créancier, tels que sa tolérance du risque, son horizon habituel d'investissement et besoins de liquidité. Or, comme nous l'avons souligné, en l'absence d'un marché secondaire suffisamment développé, obliger les créanciers à continuer le financement de l'entreprise n'est pas chose anodine et doit être manié avec précaution²¹⁸.

²¹⁶ V. pour une critique du traitement illisible des sûretés en cas de procédure collective en France, Vermeille et Bézert, « 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 ? »; Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives »; Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « Pour une réforme cohérente du droit des sûretés et de la loi de sauvegarde dans une approche d'harmonisation franco-allemande », *Rev. proc. coll.*, 2018, dossier 23.

²¹⁷ V. pour le test sous Chapter 11, Nicholas Regoli, « Confirmation of Chapter 11 Bankruptcy: A practical guide to the best interest of creditors test », *TJBL*, n° 41 (2005): 1; V. McCormack et Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws », 21: « Valuation experts, however eminent or distinguished their qualifications, are not able to forecast future economics with perfect precision ».

²¹⁸ V. dans le contexte de la réforme au Singapour, « Report of the Insolvency Law Review Committee: Final Report » (Insolvency Law Review Committee (Singapour), 2013), 155-56: « comparative valuations between rescue and liquidation are often speculative or in some cases nuanced to make rescue sound more attractive », ce qui exige « a high threshold of proof ».

5.2. *Le traitement équitable des classes dissidentes*

216. Pour les raisons évoquées, la satisfaction du « best interest of creditors test » n'est point suffisante. Même si les incertitudes du test pouvaient être levées, un plan qui le satisfait pourrait aboutir à un transfert indu de richesses, dans la mesure où certains créanciers recevraient leur part de la valeur liquidative hypothétique alors que le surplus *going concern* serait capté par d'autres créanciers, voire par des associés²¹⁹.
217. Il est raisonnable de supposer qu'une telle hypothèse serait rejetée par les négociateurs hypothétiques *ex ante* : s'ils acceptent de ne pas être intégralement payés, ce n'est pas pour faire un cadeau à d'autres parties prenantes. Cette intuition traduit l'exigence que les classes dissidentes soient traitées d'une manière équitable. Au fond, il s'agit de s'assurer que les parties prenantes ont le droit de partager la plus-value de restructuration selon l'ordre des priorités, et non pas seulement la valeur liquidative.

5.2.1. *La raison d'être du respect des règles de priorité : le droit de partager la plus-value de restructuration selon l'ordre des priorités*

5.2.1.1. *La justification économique du nécessaire respect de l'ordre des priorités*

218. Toutes les parties prenantes d'une entreprise y ont un intérêt, dans la mesure où ils participent au financement de son activité. Ces intérêts sont structurés selon un ordre, dont dépend à la fois le risque sous-jacent et le retour sur investissement espéré. Autrement dit, cet ordre définit le coût pour le débiteur de chaque couche de financement.
219. L'accord sur la distribution de la valeur de l'entreprise en cas d'événement de liquidation est donc une condition essentielle de la finance contemporaine²²⁰. Un

²¹⁹ V. Rolef de Weijts, Aart Jonkers, et Maryam Malakotipour, « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing “relative priority” », *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper*, 2019, 7: « In case a company is facing liquidation with an estimated liquidation value of 400, the secured creditors with a secured claim of 350 would receive 350 and the unsecured creditors would have to share the remaining 50. If unsecured creditors together have a claim of 400, this would result in 12.5% payout... If the 'best interest of creditors' test would be the only test and the court would have the power to overrule an entire class, creditors can be forced to be content with any higher distribution than the low water mark (12.5%) of their expected pay out in case of liquidation... The entire starting point is, however, that the company needs to be saved because the company is worth more going concern than liquidated, for example 700. If the higher going concern value of 700 is put in the balance sheet after a debt write down to 15% this results in positive equity with a value of 290. Who gets the 290 generated by the reorganisation? »

²²⁰ V. Douglas Baird et Thomas Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », *University of Chicago Law Review* 55, n° 3 (1988): 740: « Part of the initial bargain among those who contribute capital to a firm is an agreement about how assets of the firm will be divided if there is a day of reckoning on which everyone's ownership interest is valued. In most firms, one set of owners will take before others. Debt will be paid before equity. In many firms, there are multiple layers of ownership ».

tel événement de liquidation intervient lorsque le débiteur ne peut pas honorer ses dettes. Alors, ses actifs sont vendus d'une manière isolée ou, alternativement, l'entreprise toute entière est vendue à un tiers. Les sommes perçues sont dans ce cas distribuées selon l'ordre des priorités négocié ou accepté par les différentes parties prenantes²²¹.

220. Or, rien ne justifie *a priori* que la situation soit différente si, au lieu d'être cédée à un tiers, l'entreprise est cédée à ses créanciers, ce qui est la mesure phare des restructurations financières. L'ordre des priorités prévu pour le cas de liquidation du débiteur devrait être la règle par défaut, par rapport à laquelle les parties prenantes considéreront si l'alternative proposée par une procédure préventive est en effet dans leur intérêt.
221. La traduction de ce souci, qui semble être de bon sens économique et correspondre aux pratiques de valorisation des coûts de différents types de financement des entreprises, est la règle de priorité absolue²²². En cas d'événement alternatif de liquidation de l'investissement, c'est-à-dire en cas de restructuration, toutes les possibilités futures d'évolution de la situation du débiteur sont ramenées au présent²²³. En conséquence, la richesse telle qu'elle existe au moment de la restructuration est distribuée entre les classes de créanciers selon l'ordre des priorités²²⁴.
222. Au-delà de cette justification théorique, le respect des règles de priorité en cas de restructuration répond à des arguments d'efficacité économique.
223. Tout d'abord, son respect évite d'inciter certaines parties prenantes à procéder à des manœuvres stratégiques en faveur d'un type d'événement de liquidation de leur investissement plutôt qu'un autre. Si entre les deux alternatives (c'est-à-dire la restructuration et la procédure de liquidation) les droits substantiels des parties n'étaient pas respectés de la même manière, certains créanciers auraient intérêt à

²²¹ V. Baird et Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », 112: « that rights are hierarchically arranged merely reflects the different bargain each interest holder has struck in acquiring those rights ».

²²² Sur les insuffisances actuelles du régime français des répartitions des sommes entre les créanciers dans les procédures collectives françaises, v. Maxence Guastella, *Les grands principes des répartitions dans les procédures collectives* (L'Harmattan, 2019).

²²³ V. Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », 1937.

²²⁴ V. Baird et Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », 742: « As applied to these cases, the absolute priority rule simply restates the idea of a layered ownership structure in which one owner has bargained for the right to be paid before others ». Cela n'empêche pas une majorité au sein d'une classe de créanciers, si elle est bien constituée, d'accepter une dérogation de l'ordre normal des priorités. V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5: « A departure from the applicable priority rules may be permitted if a majority within each class that receives less than it should, consents to such treatment. The proposed solution can then be deemed to be in the interest of the class. This can for instance be the case if the proposed solution avoids a time consuming and costly valuation dispute ».

favoriser l'une plutôt que l'autre²²⁵. Le respect de l'ordre des priorités permet en revanche de réduire les risques de ce type de comportement opportuniste et abusif, notamment de la part les *insiders* qui peuvent anticiper plus facilement les issues des différentes procédures envisageables²²⁶.

224. Ensuite, le respect de cette règle augmente la prévisibilité du traitement de tous les créanciers et diminue, ainsi, le coût du financement *ex ante* de l'entreprise. Il suffit d'imaginer l'alternative pour s'en convaincre. Si la restructuration pouvait déroger à l'ordre de priorités négocié entre les investisseurs, ces derniers devraient prendre en compte le risque d'une telle dérogation dans le calcul du prix exigé pour leur investissement.
225. Enfin, pendant les négociations de restructuration, le respect de l'ordre des priorités joue un rôle très utile : c'est cette règle qui assure la distribution des cartes initiales entre les différentes parties prenantes²²⁷. Autrement dit, elle indique qui a droit à quoi par défaut, sans les empêcher de négocier une redistribution si elle apparaît nécessaire²²⁸. Si une telle distribution par défaut n'avait pas lieu et que les parties devaient tout négocier à partir de zéro, les coûts transactionnels trop importants empêcheraient tout accord d'émerger²²⁹.

5.2.1.2. *Le droit de partager la plus-value de restructuration*

226. Traditionnellement, l'on exprime la règle de priorité, dont la nature vient d'être expliquée, en affirmant simplement qu'une classe dissidente de créanciers doit être intégralement désintéressée avant qu'une classe de rang inférieur ne puisse bénéficier des répartitions ou conserver un intéressement dans le cadre d'un plan

²²⁵ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 20.

²²⁶ V. la lettre adressée aux législateurs européens, Rolof de Weijs, « Preventive Restructuring Framework and the last moment introduction of Relative Priority (letter) », 20 mars 2019, 4: « Shareholders (would) be able to opportunistically orchestrate the need for reorganization and retain value at the cost of creditors ».

²²⁷ V. Jonathan C. Lipson, « The secret life of priority. Corporate Reorganization after Jevic », *Washington Law Review* 90 (2018): 672: « Although the APR is largely viewed as a distributive principle, it also has important participatory effects because it can force (or induce) plan bargaining. »

²²⁸ V. Baird et Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », 741: « The rules must tell us how these negotiations are to be conducted and whose consent is needed to renegotiate the original ordering of ownership interests »; Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain ».

²²⁹ C'est en effet l'enseignement de l'analyse fondamentale de Coase, car si la distribution initiale des droits ne compte pas dans un monde sans coût transactionnels, le monde réel a bien de tels coûts. V. Ronald Coase, « The Problem of Social Cost », *The Journal of Law and Economics* 3 (1960): 1; Dans le contexte des négociations de restructuration, v. Baird et Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », 755: « We argue that, notwithstanding the costs that everyone suffers if the bargaining breaks down, the bilateral negotiations that follow a default are useful... This description of rights on default seems consistent with the initial bargain one typically sees ».

de restructuration²³⁰. Or, au vu de la justification économique de la règle, il semble qu'une telle formulation n'est pas suffisante²³¹.

227. Un exemple schématique permet d'en rendre compte. Soit un débiteur qui a une dette senior de 10 et une dette junior de 10. La valeur liquidative de l'entreprise est de 10. La valeur de restructuration est de 20. Le plan de restructuration valorise l'entreprise à 20, mais attribue l'intégralité de cette valeur au débiteur senior. Rien n'empêche que ce plan soit approuvé : le « best interest of creditors test » n'aide en rien le créancier junior, qui n'aurait rien reçu en cas de liquidation ; la règle de priorité absolue telle que formulée dans le paragraphe précédent ne peut lui fournir un secours dans la mesure où elle protège les intérêts du créancier senior et non ceux du créancier junior.
228. C'est à la lumière d'un tel résultat absurde (et certainement inacceptable dans le cadre de la CBT) qu'il a de longue date été accepté aux États-Unis qu'un corollaire nécessaire de la règle de priorité absolue est la règle selon laquelle les créanciers senior ne peuvent pas recevoir plus que 100% de la valeur de leur créance²³². Ce corollaire de bon sens économique ne peut pas être oublié.
229. Un deuxième exemple schématique permet de voir une autre insuffisance de la formulation initiale. Le débiteur a deux groupes de créanciers de même rang en cas de liquidation, chacun avec une créance de 10. Les deux groupes ont, néanmoins, des intérêts différents par ailleurs, de nature à justifier leur répartition en deux classes distinctes²³³. La valeur de liquidation de l'entreprise est 5, sa valeur de restructuration est 10. Un plan est alors proposé, qui attribue toute la valeur de restructuration à l'un de deux groupes. Là encore, si le plan est approuvé, la règle de priorité dans sa formulation initiale n'est d'aucun secours.
230. C'est la raison pour laquelle la règle de priorité absolue est complétée, sous le Chapter 11, par une règle de traitement équitable des classes de créanciers de même rang²³⁴. S'il y a des bonnes raisons de distribuer les créanciers de même rang

²³⁰ V. Section 1129(b)(2)(B) du US Bankruptcy Code: “(i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or (ii) the holder of any claim or interest *that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property*”.

²³¹ V. pour la critique et les exemples utilisés plus bas, Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5.

²³² V. In Re Genesis Health Ventures, Inc. 266 BR 591, 612 (Bankr D Del 2001): “A corollary of the absolute priority rule is that a senior class cannot receive more than full compensation of its claims”.

²³³ Comme il a été souligné, il est nécessaire que la répartition tienne compte à la fois des rangs et des sorts des créanciers selon les termes du plan proposé. Dès lors, le seul fait que deux groupes par ailleurs égaux reçoivent un traitement différent justifie qu'ils soient placés en deux classes différentes.

²³⁴ V. Section 1129(b)(1) de US Bankruptcy Code : “... shall confirm the plan notwithstanding the requirements of such paragraph if the plan does not discriminate unfairly, and is fair and

en différentes classes eu égard à leurs intérêts particuliers, il peut aussi y avoir des bonnes raisons de ne pas traiter de manière parfaitement égale ces groupes de créanciers de rang égal : équitable n'est pas égal. Simplement, il faut que toute différence à cet égard soit justifiée²³⁵.

231. L'ensemble de ces trois règles, et non pas seulement la règle de priorité absolue telle qu'initialement formulée, permet en principe que les priorités soient véritablement respectées. C'est également sous cette triple forme que la règle est implémentée et interprétée par la jurisprudence sous le Chapter 11.

5.2.1.3. *Le partage de la plus-value de restructuration par une règle de priorité « relative »*

232. Depuis plusieurs années, certains auteurs soulignent que la formulation tripartite de la règle de priorité absolue que nous venons d'exposer n'est pas la meilleure expression de la justification économique sous-jacente. Ils proposent, donc, ce qu'ils appellent une règle de priorité « relative », qui est en effet une règle de priorité absolue dont l'application est décalée dans le temps²³⁶.

233. L'argument repose sur l'observation qu'il y aurait une différence fondamentale entre la vente de l'entreprise aux tiers sur le marché (liquidation) et la vente de l'entreprise aux créanciers (restructuration). La première est très clairement un jour de jugement ultime : la valeur de l'entreprise est cristallisée par une vente réelle et il ne reste qu'à faire les comptes et distribuer les sommes obtenues.

234. La deuxième, en revanche a lieu sans recours au marché, et est fondée sur une valorisation *going concern* hypothétique. Or, cet exercice est fort hasardeux et incertain²³⁷. Ce caractère incertain signifierait pour certains auteurs qu'un affaissement de toutes les possibilités futures vers le moment présent et la distribution immédiate de la valeur de l'entreprise ainsi estimée n'est pas justifié,

equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan”.

²³⁵ Une jurisprudence fournie s'est développée aux États Unis à ce sujet. Par exemple, il peut y avoir des bonnes raisons économiques de traiter différemment les partenaires économiques essentiels, tels les fournisseurs, par rapport à d'autres créanciers chirographaires, v. les exemples cités dans, Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 131 et suiv.

²³⁶ V. Anthony J. Casey, « The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11 », *University of Chicago Law Review* 78, n° 3 (2011): 759; Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain »; Baird, « Priority Matters ».

²³⁷ V. Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », 1941: « The valuation problem in a reorganization case is fundamentally different from the one associated with valuing a lottery ticket. With a lottery ticket, the parties know the probabilities and payoffs with certainty. Risk-neutral investors will place the same value on the expected outcome. Collapsing future possibilities to present value is a matter of arithmetic. It yields a sum certain. A business, however, cannot be valued with such precision... The uncertainties associated with the factors affecting predictions about future cash flows and with determining the appropriate discount rate leave considerable room for skepticism about the value the expert arrives at for the business. In the end, such a valuation is nothing more than a guess compounded by an estimate ».

dans la mesure où cela néglige ce qu'on appelle la valeur de « l'option » des créanciers sur un retour à meilleure fortune du débiteur.

235. Un exemple permet de le comprendre²³⁸. Soit deux investisseurs, A et B, qui financent ensemble un projet sous la forme d'une société. Ils se mettent d'accord qu'une fois le projet fini, A aura droit à 150, alors que B captera tout ce qui dépasse cette valeur. A un moment, il apparaît que le projet a une probabilité de .5 de dégager à terme une valeur de 200 et une probabilité de .5 de dégager à terme une valeur nulle. A ce moment précis, donc, l'investissement de A a une valeur présente de 75, dans le sens où il serait rationnel pour un tiers de lui payer cette somme en échange de sa créance. Investissement, B en tant que créancier résiduel a une valeur présente de 25, qui traduit le fait qu'il y ait une probabilité de 0.5 que le projet apporte finalement 50 de plus que ce qui est nécessaire pour désintéresser A²³⁹. Un événement intervient alors qui exige que le bilan de la société soit assaini. Il est décidé, alors, de procéder à une restructuration par une conversion de la dette de la société en capital. A quoi ont droit, alors, les deux investisseurs ?
236. Appliquer la règle de priorité absolue telle qu'exposée revient à ramener les prévisions sur la valeur future de l'entreprise au moment présent : puisque la valeur présente est de 100 (au vu de la distribution égale des probabilités entre 200 et 0 de valeur à terme), alors que A a droit à terme à 150, l'intégralité des titres lui seraient attribués. La valeur de l'option de B, évaluée à 25, est donc écrasée. De plus, si à terme l'entreprise apporte effectivement 200, A capte 50 de plus que ce qui était prévu, ce qui correspond aussi au manque à gagner de B, dont les intérêts sont annulés au moment de la restructuration.
237. Alternativement, on pourrait accepter le caractère incertain de la valorisation hypothétique et préserver la valeur de l'option de B. Cela voudrait dire ne pas forcer une accélération du moment quand les comptes doivent être faits entre A et B²⁴⁰. Par exemple, A pourrait recevoir l'ensemble des titres de la société, alors que B se verrait attribuer des instruments de retour à meilleure fortune lui permettant

²³⁸ L'exemple est emprunté à Baird, « Priority Matters », 792 et suiv.

²³⁹ V. Baird, 793: « The possibility that the project might ultimately be worth more than what is owed the senior investor gives option value to the junior investor's stake. A rational investor would be willing to pay up to \$25 for the option to acquire the project in a year from the senior investor in exchange for \$150 ».

²⁴⁰ V. Baird, 793: « Options are a component of every investment instrument. Whenever one investor has priority over another, whether absolute or relative, the junior investor has what is in effect a call option. The junior investor has the ability, set out in the investment instrument, to terminate the rights of the senior investor by paying her off. This call option is the right to buy a particular position for a fixed price. Like a call option on any asset, it is defined by a strike price and an exercise date. The strike price is simply the amount owed the senior investor. The exercise date sets the time when the holder of the option must decide whether to exercise the option. The essential difference between absolute and relative priority is the effect of bankruptcy on the exercise date of the call-option component of the junior investment instrument. Under absolute priority, the bankruptcy accelerates the exercise date; a regime of relative priority leaves it untouched ».

à terme de racheter les titres de A pour 150 et ainsi bénéficier de la plus-value de l'entreprise comme si la restructuration n'était pas intervenue.

238. Pour certains auteurs, un tel traitement de la restructuration permettrait d'éviter que des fluctuations du *business-cycle* aboutissent à un transfert des richesses entre les deux types d'investisseurs²⁴¹. D'autres y voient un moyen de réduire les conflits d'intérêt entre les différents types de créanciers²⁴², ou encore d'éviter les guerres de valorisation²⁴³. Les débats sont vifs outre-Atlantique, et la proposition est loin de faire l'unanimité²⁴⁴. Se prononcer à ce sujet au-delà de l'exposition sommaire des termes du débat dépasse les ambitions et les besoins de la présente étude, dans la mesure où ce n'est pas la voie suivie par la Directive Restructuration.

5.2.2. La règle de priorité tronquée et inefficace de la Directive Restructuration : un séisme à effet retardé

239. La Directive Restructuration dans sa version finale offre le choix entre deux types de règles de priorité. La règle par défaut est désormais une règle de priorité relative qui contredit frontalement les atteintes de l'analyse économique des procédures collectives, tandis que la règle optionnelle est une priorité absolue importée d'outre-Atlantique d'une manière incomplète. La règle par défaut étant un véritable séisme à effet retardé, le choix de la règle de priorité absolue s'impose à notre avis.

5.2.2.1. La règle de priorité dans le projet initial de la Commission

240. Le projet initial tel que proposé par la Commission prévoyait en son article 11(1)(c) qu'un plan de restructuration ne pouvait être approuvé par le juge suivant une application forcée interclasse que s'il respectait la règle de priorité absolue. La définition de cette dernière se trouvait dans l'article 2(10) : « la règle selon laquelle une classe dissidente de créanciers doit être intégralement désintéressée avant qu'une classe de rang inférieur ne puisse bénéficier des répartitions ou conserver un intéressement dans le cadre du plan de restructuration ».

241. Il s'agissait, donc, de la formulation classique de la règle de priorité absolue, que nous avons déjà commentée. En revanche, les commentateurs ont vite souligné que les deux autres règles garantissant un traitement équitable de toutes les classes de créanciers étaient absentes²⁴⁵.

²⁴¹ V. le rapport de l'ABI, qui recommande l'introduction d'une telle règle de priorité relative, « ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11 » (American Bankruptcy Institute, 2014).

²⁴² V. Casey, « The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11 ».

²⁴³ V. Baird, « Priority Matters ».

²⁴⁴ V. inter alia, Barry E. Adler et George Triantis, « Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention », *American Bankruptcy Law Journal* 91 (2017): 563.

²⁴⁵ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5.

242. Ainsi, la règle interdisant qu'une classe de créanciers reçoive plus que le montant total de ses créances n'apparaissait que dans le considérant 28, formulée d'une manière clairement inspirée du modèle américain²⁴⁶. En revanche, la règle n'apparaissait nulle part dans la partie normative du projet initial. On pouvait espérer, toutefois, que les législateurs et les tribunaux n'auraient pas ignoré sa consécration dans des termes clairs par le considérant et l'auraient suivie lors des transpositions nationales.
243. En revanche, la règle prévoyant un traitement équitable entre des classes de créanciers de même rang n'apparaissait nulle part. Aucun principe d'égalité de traitement même entre les créanciers de même rang n'était prévu.

5.2.2.2. *La règle de priorité relative introduite par le Conseil*

244. Depuis la lecture du Conseil, un glissement important a eu lieu dans la définition de la règle de priorité dans le texte de la directive. Sans le mentionner parmi les « éléments principaux » du compromis trouvé entre le Conseil et le Parlement dans sa version du 17 décembre 2018, le Conseil a effacé la définition de la règle de priorité absolue de l'article 2 et a introduit des modifications substantielles dans l'article 11, gardées dans la version finale²⁴⁷.
245. La première modification est salutaire, consacrant formellement le corollaire de la règle de priorité absolue dans l'article 11(1)(d) : « aucune classe de parties affectées ne peut, dans le cadre du plan de restructuration, recevoir ou conserver plus que le montant total de ses créances ou intérêts ».
246. L'autre l'est beaucoup moins. Désormais, la règle de priorité consacrée par défaut est formulée à l'article 11(1)(c), qui prévoit qu'une application forcée interclasse ne peut être admise par un juge qu'à la condition que « les classes dissidentes de créanciers affectés autorisées à voter soient traitées *d'une manière au moins aussi favorable* que toute autre classe de même rang et *d'une manière plus favorable* que toute classe de rang inférieur ».
247. Cette règle de priorité permet ainsi de négliger l'ordre des priorités dès lors que les créanciers senior sont traités d'une meilleure manière que les créanciers qui leur sont subordonnés (y compris, et notamment, les associés), sans qu'il soit précisé ce que « plus favorable » voudrait dire.

²⁴⁶ V. considérant 28 du projet initial : « La règle de priorité absolue sert de base pour la valeur à répartir entre les créanciers dans le cadre de la restructuration. Corollaire de cette règle, aucune classe de créanciers ne peut recevoir ou conserver, au titre du plan de restructuration, des intérêts ou avantages économiques excédant le montant total des créances ou des intérêts de cette classe. »

²⁴⁷ Ces modifications ont fait l'objet d'importantes critiques de la part d'une partie de la doctrine, notamment néerlandaise, au point de mettre en péril l'adoption de la Directive Restructuration elle-même. Il semblerait que si ces modifications ont finalement été retenues, c'est parce que « l'offensive » de ces auteurs a commencé trop tard pour pouvoir aboutir à des amendements de dernière minute. V. pour la critique, not. Weijs, Jonkers, et Malakotipour, « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing "relative priority" ».

248. Deux types différents de considérations semblent fonder cette approche. D'une part, certains auteurs la justifient en affirmant que le surplus de restructuration n'appartient simplement pas aux créanciers. D'un point de vue strictement juridique, ces derniers n'auraient le droit de partager que la valeur liquidative des actifs du débiteur. Tout ce qui dépasse cette valeur liquidative appartiendrait alors aux associés, dont le patrimoine est à l'abri des créanciers du débiteur. Il n'y aurait alors aucun problème, selon ces auteurs, à violer les règles strictes de priorité s'agissant des montants qui dépassent ce que peut espérer chaque créancier en cas de liquidation immédiate²⁴⁸.
249. Nous avons longuement expliqué pourquoi une telle distinction entre des procédures « préventives » et des procédures collectives ne nous semble pas justifiée du point de vue d'une analyse économique. Les procédures préventives ne sont qu'une alternative aux procédures collectives « formelles », et doivent poursuivre les mêmes objectifs. Si l'ouverture des procédures préventives aboutit à nier un ordre de priorités explicitement négocié ou acceptées par les parties prenantes, il serait, pour emprunter l'expression de quelques auteurs, porté atteinte au tissu même du droit privé européen²⁴⁹.
250. D'autre part, certains auteurs à l'origine de la règle de priorité relative européenne semblent y voir un moyen de faciliter les négociations de restructuration. L'on trouve les traces de cet argument dans le rapport « Best practices » financé par l'Union européenne, dont les auteurs estiment que la règle de priorité absolue serait trop rigide et donnerait à certaines classes de créanciers un levier d'extorsion nuisible²⁵⁰. La règle relative permettrait en revanche de protéger suffisamment l'ordre des priorités tout en passant outre les oppositions injustifiées et destructrices de valeur²⁵¹. Plus encore, et c'est là semble-t-il une motivation

²⁴⁸ V. not. Madaus, « Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans », 7: « It is quite obvious that creditors are not entitled to a reorganisation surplus value by the legal position based on their claim against a debtor as equity interest is not part of the debtor's estate and thus not part of a creditor's entitlement under the law of execution or insolvency law. Creditors may liquidate all the assets of the debtor, which may lead to a sale of the debtor's business. If the auction price reflects a going concern value of the business, it is to be distributed among creditors only. This auction option creates a liquidation level that is guaranteed to every creditor under insolvency law as well as by their right of property under constitutional law. In a plan confirmation hearing, the court applies a "best interest test" to ensure that no dissenting creditor receives less ».

²⁴⁹ V. Weijs, Jonkers, et Malakotipour, « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing "relative priority" ».

²⁵⁰ V. Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 46: « It incentivises dissent from the plan so long as the dissentients expect the plan to receive sufficient support from claimants in other classes. Such dissentients would expect to free-ride on others' sacrifice by being paid in full while those others accepted a haircut. This makes confirmation of the plan less likely, however, since each class might in this way have some such incentive to dissent ».

²⁵¹ V. Stanghellini et Paulus, 46: « The relative priority rule provides a more realistic alternative, ensuring fairness for dissentients by protecting their relative position against all other affected stakeholders but without creating hold-out incentives »; V. aussi, en faveur

essentielle, une telle règle permettrait de distribuer une partie de la valeur de restructuration aux associés même s'ils sont *out of the money*, lorsque leur participation continue dans l'entreprise semble nécessaire pour sa réussite subséquente.

251. Les auteurs du rapport de l'Institut de droit européen (« EIL ») proposent le même argument et renvoient explicitement, à l'appui de leur approche, aux travaux du Prof. Baird sur la règle de priorité relative susmentionnés²⁵². Or, la règle de priorité relative proposée par la Directive Restructuration ne correspond aucunement aux suggestions faites par Prof. Baird et Prof. Casey discutées précédemment. Dans une lettre adressée aux législateurs européens, Prof. Baird le souligne au-delà de tout doute²⁵³.
252. Il nous semble que l'introduction de cette règle témoigne de nouveau des objectifs divergeant que poursuit la directive. En effet, si l'on entend créer des procédures dont le but est de mieux préserver les intérêts des parties prenantes, qui doivent elles-mêmes négocier un accord de restructuration, la règle de priorité relative ne se comprend point. Au lieu de faciliter les négociations, elle rend floues les positions de négociation initiales des créanciers et élargi le champ des accords possibles au-delà de ce qui peut être raisonnablement discuté entre les créanciers.
253. Chaque créancier est alors incité à tirer un peu plus de l'accord, sans qu'il existe des limites sensibles. Notamment, les créanciers juniors se voient accorder une position de *hold out* dans la mesure où ils pourraient espérer un meilleur traitement sous un autre plan, et ce notamment eu égard au fait que le « best interest of creditors test » vise désormais une comparaison avec la meilleure situation alternative si un plan n'était pas accepté.
254. Pour reprendre l'expression du Prof. Baird, c'est comme si les créanciers devaient jouer une partie de tennis sans avoir un filet²⁵⁴. Il en résulterait une grande incertitude et le coût du financement *ex ante* des débiteurs ne manquerait pas à augmenter.
255. La règle de priorité relative ne se comprend que si l'on entend créer des procédures visant à « sauver » des entreprises coûte que coûte, même lorsque les créanciers ne croient pas à l'existence d'une plus-value de restructuration et s'y opposent. Ce

d'une règle de priorité relative, Madaus, « Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law », 615.

²⁵² V. Wessels et Madaus, « Rescue of Business in Insolvency Law », 334.

²⁵³ V. la lettre du Prof. Baird annexée Weijs, « Preventive Restructuring Framework and the last moment introduction of Relative Priority (letter) »: « it would be a serious mistake to equate relative priority as I and others conceive it with the idea that is being put forward in the latest European directive. Relative priority, properly understood, is altogether different from a regime in which senior stakeholders are entitled only to be treated more favorably than those junior to them... (it) fully respects the rights of senior creditors to be paid before junior creditors. It differs from absolute priority only in the way it identifies the time at which the rights of the players are assessed ».

²⁵⁴ V. la lettre annexée Weijs.

n'est que dans ce sens que la règle relative peut « aider » : elle ne faciliterait pas les négociations entre les créanciers, mais la tâche du praticien des restructurations pour trouver et imposer l'accord qui lui semblerait raisonnable, en dépit de l'opposition des créanciers.

256. Si, comme nous l'avons soutenu, cette dernière approche des procédures préventives est à rejeter, la règle de priorité relative proposée par la directive doit l'être également.

5.2.2.3. *La règle de priorité absolue dans sa dernière formulation*

257. Il nous semble souhaitable, alors, d'opter pour l'alternative fournie par l'article 11(2) en faveur de la règle de priorité absolue. Sa formulation actuelle offre suffisamment de flexibilité pour répondre aux craintes face aux possibles blocages suscités.

258. En effet, l'article 11(2) prévoit désormais que les créanciers senior doivent être « intégralement désintéressés par des moyens identiques ou équivalents » avant qu'une classe subordonnée puisse être payée.

259. Notons tout d'abord que la formulation actuelle est déficiente en ce qu'elle oublie encore la nécessité de traiter d'une manière équitable les créanciers de même rang. Rien n'interdit, néanmoins, de prévoir une telle exigence²⁵⁵.

260. Ensuite, une large marge de manœuvre est laissée aux législateurs nationaux pour apprécier ce que veut dire « désintéressement intégral »²⁵⁶ et « moyens équivalents »²⁵⁷, ce qui permettrait par exemple de payer les juniors dès lors que les seniors ont reçu des sûretés jugées efficaces²⁵⁸.

261. De plus, tout comme sous le Chapter 11 américain, des exceptions pourraient être admises lorsqu'elles sont équitables, par exemple au profit des fournisseurs essentiels de l'entreprise²⁵⁹. Rien ne semble interdire, dans certains cas, de

²⁵⁵ Notons à cet égard que la formulation de la règle proposée aux Pays Bas pour les nouvelles procédures de restructuration préventive répond à ce souci, car elle vise la distribution de la plus-value de restructuration elle-même selon l'ordre des priorités. V. Clifford Chance client memo, Revised Draft "Dutch Scheme (WCO II)", 2017.

²⁵⁶ V. considérant 55 : « Les États membres devraient disposer d'une marge d'appréciation en ce qui concerne l'application de la notion de "désintéressement intégral", y compris pour ce qui est du calendrier du remboursement, pour autant que le montant en principal de la créance et, dans le cas de créanciers garantis, la valeur de la sûreté soient protégés. »

²⁵⁷ V. considérant 55 : « Les États membres devraient également être en mesure de choisir les moyens équivalents qui permettraient d'acquitter intégralement la créance initiale. »

²⁵⁸ V. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », 2200.

²⁵⁹ V. considérant 56 : « Les États membres devraient pouvoir déroger à la règle de la priorité absolue, par exemple lorsque ... des fournisseurs essentiels visés par la disposition relative à la suspension des poursuites individuelles soient payés avant des classes de créanciers de rang supérieur ». Cette précision a été introduite à la suite des critiques de la trop grande rigidité de la règle de priorité absolue, v. Dammann et Sénéchal, *Le droit de l'insolvabilité internationale*, n° 2293.

s'appuyer sur cette exception pour distribuer une partie de la valeur de restructuration aux associés eux-mêmes, lorsque c'est justifié par leur apport « en nature » (leurs connaissances idiosyncratiques par exemple) à la réussite subséquente de l'entreprise. La possibilité d'une telle exception répond d'une manière satisfaisante aux soucis des rédacteurs de la règle de priorité « relative » de la directive.

5.3. Protection des créanciers contre un comportement abusif du débiteur

262. Quelques brèves précisions s'imposent, enfin, s'agissant des protections plus larges des créanciers contre les comportements abusifs du débiteur, qui ne découlent pas à proprement parler de la CBT²⁶⁰, car il ne s'agit pas de définir les conditions de l'exercice collectif de leurs droits par les créanciers.
263. L'un des grands défauts des procédures préventives, qui deviennent désormais la règle à travers le monde, est l'absence des protections typiques des procédures collectives contre les abus des débiteurs. Il s'agit, par exemple, des règles portant sur le *wrongful trading*, *avoidance actions* ou, en France, les nullités de la période suspecte et les actions en comblement de passif²⁶¹.
264. C'est très regrettable, puisque les intérêts des créanciers pourraient se trouver lésés par des transferts d'actifs dans des patrimoines autres que celui du débiteur ou autres dilapidations abusives avant l'ouverture d'une procédure préventive²⁶². Or, en l'absence de ces protections traditionnelles, rien ne pourrait être fait pour rattraper ces actifs une fois la procédure ouverte²⁶³.
265. Il convient de souligner, enfin, un dernier oubli regrettable de la Directive Restructuration, qu'est celui des règles portant sur la transparence des procédures envisagées et l'obligation d'information des créanciers sur l'état du débiteur. En effet, il est tout à fait concevable qu'un débiteur ouvre une procédure confidentielle uniquement avec certains de ses créanciers et que cette procédure n'aboutisse pas à un plan de restructuration conventionnel. Dans ce cas, il serait obligé d'ouvrir ensuite une procédure collective formelle, visant l'ensemble de ses créanciers.

²⁶⁰ Ces protections plus larges, qui ne découlent pas directement des règles d'exercice collectif de leurs droits par les créanciers, feront l'objet d'une étude plus ample dans une prochaine publication.

²⁶¹ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 17.

²⁶² La Commission européenne semble en être consciente. Selon les propos du Prof. M. Veder lors de la conférence sur la Directive Restructuration organisée par l'Institut Royal de Jurisprudence et Législation espagnol à Madrid le 30 mai 2019, il s'agirait du prochain chantier d'harmonisations de règles relatives aux procédures d'insolvabilité au niveau européen.

²⁶³ V. exprimant ces craintes s'agissant des marchés anglo-américains dans un contexte covenant-light, Jared A. Ellias et Robert Stark, « Bankruptcy Hardball », *California Law Review* (à paraître) (19 janvier 2019), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3286081.

266. Une fois la procédure ouverte, le prix des créances contre le débiteur sur le marché secondaire baisserait. Or, entre les deux procédures, les créanciers invités à la première, étant parfaitement au courant des difficultés rencontrées par le débiteur, pourraient vendre leurs créances sur le marché secondaire à un prix supérieur à celui que pourraient obtenir les autres créanciers, qui sont pris par surprise par l'ouverture de la deuxième procédure. De plus, les créanciers invités à la première procédure confidentielle pourraient entre temps racheter des actifs du débiteur ou de ses filiales, ce qui pose forcément des questions si ces conventions intervenues en période de détresse sont véritablement des transactions dans des conditions normales du marché²⁶⁴.
267. A cet égard, une protection salutaire pourrait venir des obligations imposées par l'article 19 de la Directive Restructuration aux dirigeants du débiteur à l'approche de l'insolvabilité. Cet article a connu une histoire mouvementée, étant prévu dans le projet initial de la Commission pour ensuite être effacé par le Conseil et remplacé par une simple mention des devoirs des dirigeants dans le considérant 36. Finalement, l'article a été remis dans le texte de la directive par le Parlement européen.
268. Plusieurs obligations, de portée inégale, sont prévues à la charge du dirigeant « lorsqu'il existe une probabilité d'insolvabilité ».
269. Ils doivent notamment tenir « dûment compte » de « b) la nécessité de prendre des mesures pour éviter l'insolvabilité » et « c) la nécessité d'éviter tout comportement intentionnel ou toute négligence grave menaçant la viabilité de l'entreprise ». Ces deux mesures semblent viser précisément le genre de comportement réprimé traditionnellement par les nullités de la période suspecte et les actions en comblement de passif.
270. Une troisième obligation est celle de tenir, plus généralement, dûment compte « a) (d)es intérêts des créanciers, des détenteurs de capital et des autres parties prenantes ».
271. Il s'agit là d'un renvoi aux obligations des dirigeants en vertu d'un glissement de leurs devoirs fiduciaires vers les nouveaux propriétaires résiduels de l'entreprise, c'est-à-dire les créanciers. Ce sujet a fait couler beaucoup d'encre parmi les auteurs issus des traditions de *common law*²⁶⁵ et a donné lieu à des jurisprudences

²⁶⁴ Sur ces questions, v. Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence ».

²⁶⁵ V. pour une étude complète, Andrew Keay, *Directors' Duties*, 3rd New edition edition (Bristol: Jordan Publishing Ltd, 2016); Andrew R. Keay, « Financially Distressed Companies, Restructuring and Creditors' Interests: What Is a Director to Do? », 7 décembre 2018; Douglas Baird et Robert Rasmussen, « Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance », *University of Pennsylvania Law Review* 154, n° 5 (1 mai 2006): 1209; Henry T. C. Hu et Jay Lawrence Westbrook, « Abolition of the Corporate Duty to Creditors », *Columbia Law Review* 107, n° 6 (2007): 1321-1403; Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball ».

contradictaires²⁶⁶. L'on note notamment les incertitudes liées au moment quand les devoirs du dirigeant changent, aux intérêts à prendre en compte (ce qui est encore plus difficile si les intérêts de toutes les parties prenantes et non seulement des créanciers doivent être pris en compte) et à la manière de les mettre en balance²⁶⁷.

272. Il en découlerait une obligation dénouée de portée pratique, le navire étant simplement ingouvernable²⁶⁸. Dans ce cas, les coûts de justification de leurs actions par les dirigeants en cas de défaut subséquent du débiteur risquerait d'empêcher la prise de risque optimale dans la gestion diligente de l'entreprise²⁶⁹. Certains auteurs soulignent également que les créanciers seraient capables de se protéger eux-mêmes par des covenants conventionnels et n'auraient pas besoin de l'appui législatif à cet égard²⁷⁰.
273. Ces différentes critiques et incertitudes exigent qu'une étude approfondie des contours des devoirs souhaitables des dirigeants envers les créanciers et autres parties prenantes soit engagée. Cela dépasse les ambitions du présent article. On se félicitera, néanmoins, que cette protection supplémentaire soit prévue dans le texte final de la directive.
274. Elle pourrait s'avérer pertinente eu égard à l'absence des règles portant sur les nullités de la période suspecte, les actions en comblement du passif et la transparence de la procédure. Cette protection est particulièrement importante dans un contexte où les contrats de prêt sont généralement covenant-light et les créanciers ne peuvent donc pas reposer sur leurs contrats pour exercer un contrôle suffisant sur les activités du débiteur²⁷¹.

IV. Les enjeux particuliers de la transposition française de la Directive Restructuration

²⁶⁶ V. en faveur d'un glissement des devoirs fiduciaires, *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Commc'ns, Corp.*, No. 12150, 1991 WL 277613, 1155, n. 55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) ; V. cependant, *Trenwick Am. Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168, 170-174 (Del. Ch. 2006); *Quadrant Structured Prod. Co. v. Vertin*, 102 A.3d 155, 174 n.4 (Del. Ch. 2014), où il apparaît que la Cour supreme de Delaware ne reconnaît plus un intérêt à agir aux créanciers qui prétendent que les dirigeants auraient violé leurs devoirs fiduciaires.

²⁶⁷ Comme nous l'avons souligné dans la section 2.2.1., il semble raisonnable de considérer que ce moment doit correspondre à celui quand la situation de détresse financière dans laquelle se trouve le débiteur incite ses dirigeants à être excessivement court-termistes et à prendre des décisions guidées par le souci de régler à court terme les problèmes d'endettement en sacrifiant la pérennité à long terme de l'entreprise. Néanmoins, une étude détaillée de cet aspect est nécessaire pour assurer pour de prévisibilité aux dirigeants.

²⁶⁸ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 7.

²⁶⁹ V. Claire A. Hill et Alessio M. Paces, « The Neglected Role of Justification under Uncertainty in Corporate Governance and Finance », *Annals of Corporate Governance* 3, n° 4 (2018).

²⁷⁰ V. dans ce sens, Baird et Rasmussen, « Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance ».

²⁷¹ V. Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball ».

275. La transposition de la Directive Restructuration en droit français devra tenir compte, bien évidemment, de la nécessité de s'insérer harmonieusement dans le système juridique existant, ainsi que des réalités économiques du marché français.
276. Il n'y a pas de solution miracle. Pour connaître quelles règles de procédures collectives sont susceptibles d'aboutir aux meilleurs résultats d'un point de vue économique, une étude empirique des conditions réelles du marché et des incitations qu'y subissent les différents acteurs s'impose²⁷². En effet, pour reprendre à notre compte l'observation des Profs. Gilson et Gordon, le lien de causalité semble unilatéral : ce sont les conditions réelles des marchés financiers qui déterminent quelles structures juridiques seraient les plus efficaces, et non l'inverse²⁷³.
277. On ne peut que plaider, à cet égard, en faveur de l'émergence d'une véritable recherche interdisciplinaire en droit, finance et économie, dont l'absence se fait cruellement ressentir en France²⁷⁴.
278. Quelques brèves observations peuvent, néanmoins, d'ores et déjà être faites sur les particularités de la transposition de la directive en France.

1. Favoriser l'émergence d'un marché secondaire efficace

279. Les objectifs des procédures préventives, c'est-à-dire la maximisation de la valeur de l'entreprise dans l'intérêt de toutes les parties prenantes par une restructuration là où celle-ci est justifiée, sont mieux accomplis là où existe un marché secondaire de la dette bien développé. Pour stimuler le développement de ce marché, les règles de confidentialité qui entourent les procédures préventives françaises gagneraient à être relâchées.

1.1. Une voie de sortie pour des créanciers impatientes

280. Il faut tout d'abord noter que l'existence de marchés secondaires efficaces est essentielle pour accomplir l'objectif des institutions européennes de réduire l'exposition des établissements de crédit aux prêts non performants²⁷⁵, qui est aussi l'un des principaux objectifs assumés par la Directive Restructuration²⁷⁶.

²⁷² V. notant également le besoin d'études empiriques pour identifier les règles adaptées à l'état des marchés financiers, Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century ».

²⁷³ V. Gilson et Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism », 872.

²⁷⁴ C'est précisément l'objectif assumé par le *think tank* « Droit et Croissance »

²⁷⁵ V. ECB, « Guidance to banks on non performing loans », mars 2017; Plan d'action pour la lutte contre les prêts non performants, 11 juillet 2017 (doc. 11170/17). Sur ces points, v. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-6547_fr.htm?locale=FR.

²⁷⁶ V. COM (2016) 723 : « Des cadres efficaces en matière d'insolvabilité sont particulièrement importants, sur le plan économique, dans le secteur financier, confronté à des niveaux élevés d'endettement privé et de prêts non productifs, comme c'est le cas dans certains États membres. La Banque centrale européenne a recensé, dans son évaluation globale de 2015, des expositions non productives dans le système bancaire pour un montant total de 980

281. En effet, toute exposition de plus de 90 jours aux dettes échues et non payées est qualifiée pour les établissements de crédit d'exposition aux crédits non performants. Les banques visées sont donc obligées de faire des provisions en lien avec leur exposition²⁷⁷.
282. Ces obligations expliquent pourquoi les créiteurs traditionnels ne sont pas toujours disposés à prolonger le financement de l'entreprise. Il est dans leur intérêt de minimiser l'exposition au risque par une liquidation rapide, même si le retour sur leur créance en est amoindri. Plus encore, le *business model* des banques n'est pas particulièrement compatible avec les stratégies *loan to own*, qui les obligent à prendre le contrôle et gérer des entreprises opérationnelles.
283. Une voie de sortie pour ces créanciers, souvent impatients et susceptibles d'exiger immédiatement le paiement de leurs créances, est donc nécessaire pour favoriser les restructurations lorsqu'elles sont efficaces. Une telle possibilité de sortie participerait également à diminuer le coût du financement *ex ante*, dans la mesure où les établissements de crédit ne devraient plus prendre en compte la possibilité d'être exposés aux risques du débiteur plus longtemps que prévu. Il a de longue date été observé, en effet, que c'est l'existence d'un marché secondaire liquide qui permet de réduire le coût du crédit pour les entreprises²⁷⁸.

1.2. Une voie d'entrée pour les *hedge funds* de dette décotée

284. Si les créanciers impatients peuvent sortir de la procédure par le biais des marchés secondaires, ils peuvent être remplacés par des acteurs plus intéressés au succès de la restructuration.
285. Cela peut surprendre en France, tellement les *hedge funds* de dette décotée y ont mauvaise réputation, mais les études empiriques dans d'autres juridictions montrent bien l'apport salutaire de ces nouveaux acteurs pour la préservation des entreprises viables et l'augmentation des taux de recouvrement de tous ses créanciers²⁷⁹.

milliards d'EUR. Ces prêts pèsent lourdement sur la capacité des banques à financer l'économie réelle dans plusieurs États membres. »

²⁷⁷ V. Règlement 2018/0060 (COD) modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne la couverture minimale des pertes sur les expositions non performantes, Article 1.

²⁷⁸ V. Ronald J. Gilson et Charles K. Whitehead, « Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets » 108 (2008): 231.

²⁷⁹ V. Wei Jiang, Kai Li, et Wei Wang, « Hedge Funds and Chapter 11 », *The Journal of Finance* 67, n° 2 (2012): 513-60: « Hedge fund presence increases the likelihood of a successful reorganization, which is usually associated with a higher recovery of junior claims (unsecured debt and equity) and an increased likelihood of their being converted into new equity... The presence of hedge fund unsecured creditors is associated with both higher total debt (including secured and unsecured) recovery and a more positive stock market response at the time of a bankruptcy filing, suggesting a positive effect of hedge fund creditors on the firms' total value. Such value creation may come from overcoming secured creditors' liquidation bias, confronting under-performing CEOs, retaining key personnel, and relaxing financial constraints" ».

286. L'observation fondamentale dans ces marchés étrangers est que tandis que les créanciers traditionnels sont avant tout intéressés dans la minimisation de leurs pertes et de leur exposition au risque, les fonds de dette décotée ont pour seul but de maximiser leur investissement dans la créance achetée²⁸⁰. Dès lors, là où certains créanciers seniors seraient intéressés à procéder rapidement à une liquidation des actifs du débiteur, les fonds de dette ont tout intérêt à favoriser la restructuration si une plus-value de restructuration est attendue²⁸¹.
287. La stratégie de ces *hedge funds* consiste précisément à acheter des créances décotées par rapport aux perspectives de redressement du débiteur une fois les dettes converties en capital²⁸². Ils sont souvent bien équipés, recrutant des personnes capables de gérer les opérations de l'entreprise, et ont des horizons d'investissement adéquats pour privilégier les restructurations²⁸³.
288. Une sortie des créanciers impatientes par le biais des marchés secondaires permet aussi, en principe, une concentration des créances dans les mains d'un nombre réduit de *hedge funds*. Un nombre limité de créanciers, beaucoup plus exposés que les créanciers initiaux aux risques de la restructuration et, probablement, bénéficiant d'une plus grande expérience pratique des procédures de restructuration, semble plus à même de réussir à trouver une solution de compromis, ainsi qu'à discipliner les dirigeants en exerçant un contrôle efficace²⁸⁴.
289. Il ne s'agit pas, ici, de tirer un argument définitif s'agissant de la France à partir d'études dédiées aux conditions des marchés étrangers. Plutôt, il faudrait comprendre que l'opinion largement partagée qui voit dans les acteurs de ces

²⁸⁰ V. Michelle M Harner, « The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing », *Fordham Law Review* 77, n° 2 (2008): 750-54.

²⁸¹ V. Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », 711.

²⁸² V. Harner, « The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing », 715: « Investors generally realize a gain on distressed debt investments when the debtor achieves; or the market anticipates, a successful turnaround »; Baird et Rasmussen, « Antibrupctcy », 671: « Banks want their money back; hedge funds loan to own »; Jiang, Li, et Wang, « Hedge Funds and Chapter 11 »: « While the bankruptcy process was traditionally classified as either “management driven” or “senior creditor driven”, hedge funds have driven the transformation of the restructuring process into one that is best characterized as “management neutral” where managers facilitate and implement the distressed firms’s restructuring plans but do not control the restructuring process ».

²⁸³ V. Baird et Rasmussen, « Antibrupctcy », 662.

²⁸⁴ Pour une étude empirique sur l'effet de la présence des fonds de dette décotée dans le contexte des procédures de Chapter 11, v. Jared A. Ellias, « Do Activist Investors Constrain Managerial Moral Hazard in Chapter 11?: Evidence from Junior Activist Investing », *Journal of Legal Analysis* 8, n° 2 (1 décembre 2016): 493-547: « This article examines the hedge fund investment strategy of buying junior claims of Chapter 11 debtors and playing an activist role in the bankruptcy process. These hedge funds are often accused of rent-seeking by managers. I use a new methodology to conduct the first empirical study of this investment strategy. I find little evidence that junior activists abuse the bankruptcy process to extract hold-up value. Instead, the results suggest that they constrain managerial self-dealing and promote the bankruptcy policy goals of maximizing creditor recoveries and distributing the firm’s value in accordance with the absolute priority rule ».

marchés des « vautours » sans foi ni loi n'est pas justifiée. L'on ne peut qu'espérer que des études empiriques seront prochainement initiées afin d'identifier dans quelle mesure l'argument que nous venons d'exposer est transposable aux conditions spécifiques du marché français²⁸⁵.

290. Notre intuition est que si les mêmes acteurs agissent d'une manière différente sur les marchés anglo-américains et le marché français, la raison s'en trouve dans les incitations particulières créées par l'environnement normatif français, car toute négociation a lieu à la lumière de ce qui se passerait si la négociation était abandonnée²⁸⁶. Ainsi, si le traitement des créanciers, notamment juniors, dans le cadre des différentes procédures collectives n'est pas prévisible, cela pourrait inciter les *hedge funds* à être excessivement court-termistes et à chercher à extraire rapidement une plus-value de leur investissement, plutôt que de se soumettre au risque d'un traitement inéquitable par la suite. Si tel est le cas, néanmoins, c'est l'environnement normatif qui crée ces incitations sous-optimales qui doit changer, pour que les marchés puissent accomplir au mieux leur rôle.

1.3. La nécessité de relâcher les règles de confidentialité en France

291. En tout état de cause, l'émergence d'un marché secondaire liquide et dont l'infrastructure normative crée des incitations optimales est essentiel pour favoriser les restructurations et la protection des intérêts de toutes les parties prenantes.
292. Or, l'un des freins aux marchés secondaires en France vient de la très forte règle de confidentialité en procédure de conciliation²⁸⁷. Si la France choisit de garder son modèle de procédures préventives en deux étapes, combinant la conciliation avec la SA/SFA, une modification de ces règles semble nécessaire²⁸⁸.

²⁸⁵ V. insistant sur le fait que l'efficacité économique des règles des procédures collectives dépend avant tout des conditions réelles du marché Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy »; V. également Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century »: « Finally, a note of caution is sounded for the future. This article is written at a time of extraordinary liquidity, fuelled in no small part by government policy in the financial crisis. If this liquidity were to dry up, so that the distressed debt market could not fulfil the role prescribed for it here, then the law and practice of restructuring and insolvency may yet move back to something far more reminiscent of the early 1990s. Moreover, the capital markets are in constant, and rapid, change... As ever, writing in a fast moving and unpredictable area, a crystal ball would be a friend ».

²⁸⁶ V. Mnookin et Kornhauser, « Bargaining in the Shadow of the Law ».

²⁸⁷ L'article L. 611-15 du Code de commerce prévoit que « toute personne qui est appelée à la procédure de conciliation ou à un mandat ad hoc ou qui, par ses fonctions, en a connaissance est tenue à la confidentialité ». Sur l'étendue de cette obligation, v. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 141.61.

²⁸⁸ V. sur cette question, Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence », 27 et suiv.

293. En effet, pour que des marchés secondaires efficaces puissent se développer, il est nécessaire que les acteurs disposent d'informations suffisantes sur la situation et les perspectives d'avenir du débiteur. Ce n'est qu'à cette condition qu'un accord sur le juste prix des instruments financiers peut exister entre le cédant, qui est déjà créancier du débiteur et dispose à ce titre d'informations sur son état financier et opérationnel, et le cessionnaire, qui est un nouvel entrant et ne dispose pas en principe de telles informations²⁸⁹.
294. Si l'information ne peut pas être partagée par les cédants avec le marché, il est peu probable qu'un prix satisfaisant puisse être trouvé, car les deux parties potentielles apprécieraient d'une manière différente les perspectives d'avenir de l'entreprise. S'ils n'acceptent pas une décote trop importante liée à cette dissymétrie d'information, les créanciers sont alors captifs de la procédure préventive, avec toutes les conséquences négatives qui en découlent.
295. Bien évidemment, relâcher les règles de confidentialité ne veut pas dire assurer une grande publicité, potentiellement nuisible aux relations commerciales de l'entreprise et à leur refinancement subséquent. Il ne s'agit pas non plus de transformer la conciliation en une procédure publique au sens du Règlement 2015/848. Simplement, il faut que les créanciers soient en mesure de trouver des repreneurs pour leurs créances et leur partager les informations essentielles sur l'état de l'entreprise pour pouvoir tomber d'accord sur un prix acceptable²⁹⁰.

2. Réformer le droit des sûretés en cas de procédure collective

296. La transposition de la Directive Restructuration doit également être l'occasion d'une profonde réforme du traitement des sûretés en procédures collectives. Heureusement, l'occasion en est offerte par l'habilitation donnée au gouvernement par l'article 16 de la loi Pacte²⁹¹.
297. Si la réforme est urgente à la lumière de la directive, c'est parce que certains garde-fous qu'elle prévoit ne pourront pas être mis en place efficacement en l'état actuel

²⁸⁹ V. les propos de R. Ophèle, président de l'AMF, lors d'une audition au Sénat le 29 mai 2019 : « Il faut pour l'AMF garder un équilibre entre les exigences de transparence et de bonne information donnée par les émetteurs. Il faut qu'on comprenne les enjeux, les comptes, les problématiques... et d'un autre côté il faut que l'on assure que les marchés fonctionnent correctement et que la formation des prix sur les marchés se fasse de manière transparente et sans manipulation... s'il n'y a que des investisseurs passifs, les marchés ne fonctionnent pas. »

²⁹⁰ V. sur les solutions proposées, ainsi que tous les arguments en faveur d'une réforme de la règle de confidentialité, Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence ».

²⁹¹ V. sur le traitement des sûretés en procédures collectives Philippe Roussel Gale et Françoise Pérochon, « Sûretés et droit des procédures collectives, le couple infernal », *Rev. proc. coll.*, 2016, 65-66; sur le traitement en droit français des procédures collectives des nouvelles sûretés - propriété, v. Yaya Diallo, *Les sûretés et garanties réelles dans les procédures collectives* (L'Harmattan, 2019); sur la réforme des procédures collectives prévues par la loi Pacte, v. Philippe Roussel Gale, « Principales innovations intéressant le droit des entreprises en difficulté dans le projet de loi PACTE », *Rev. proc. coll.*, 2018, 14-16.

du droit²⁹². Il s'agit notamment du « best interest of creditors test », qui exige une comparaison entre le traitement du créancier en vertu du plan de restructuration et son sort hypothétique en cas de liquidation immédiate du débiteur. Or, l'ordre de répartitions de la valeur dégagée parmi les créanciers en cas de liquidation en droit français est illisible, car très sensible aux circonstances factuelles de la liquidation²⁹³. Le traitement des créanciers dépend fortement de la concurrence qu'ils subissent de la part des créanciers privilégiés et est en tout état de cause différent en cas de plan de cession ou de vente isolée d'actifs²⁹⁴.

298. Nous avons suggéré dans d'autres publications que la voie à suivre est celle d'une approche fonctionnelle des sûretés, qui doivent être rendues efficaces face aux procédures collectives²⁹⁵.

3. Réformer le droit des procédures collectives pour assurer sa cohérence

299. Le dernier point que l'on aimerait soulever est celui de la cohérence plus large du régime des procédures collectives. A cet égard, plusieurs raisons plaident en faveur d'une suppression de la procédure de redressement judiciaire.

300. D'abord, il est essentiel de s'assurer que si une restructuration n'est pas possible le débiteur serait liquidé le plus vite possible²⁹⁶. Les procédures préventives doivent, nous l'avons souligné, répondre aux mêmes objectifs que les procédures collectives « classiques ». Un traitement précoce des difficultés permet simplement, dans certains cas, d'aboutir à un meilleur résultat pour l'ensemble des parties prenantes.

301. Or, si une procédure de restructuration est engagée et qu'elle n'aboutit pas, les créanciers n'arrivant pas à trouver un accord convenable, il y a de très bonnes

²⁹² V. pour d'autres arguments pour une réforme nécessaire du traitement des sûretés en procédures collectives face à la concurrence normative désormais engagée, Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ».

²⁹³ V. pour une critique du traitement illisible des sûretés en cas de procédure collective en France, Vermeille et Bézert, « 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 ? »; Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives »; Dammann et Rotaru, « Pour une réforme cohérente du droit des sûretés et de la loi de sauvegarde dans une approche d'harmonisation franco-allemande ».

²⁹⁴ V. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », 2199; Reinhard Dammann et Martin Guermonprez, « Pour une réforme du droit des sûretés en adéquation avec le droit des entreprises en difficulté », *D.*, 2018, 1160.

²⁹⁵ V. Vermeille et Bézert, « 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 ? »; Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés »; V. également la thèse du Prof. Riffard, Jean-François Riffard, *Le security interest ou L'approche fonctionnelle et unitaire des sûretés mobilières : contribution à une rationalisation du droit français* (Lgdj, 1999).

²⁹⁶ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 26.

raisons de croire qu'aucune plus-value de restructuration n'existe. Autrement dit, l'absence d'accord entre les personnes qui sont les mieux placées pour identifier et préserver les entreprises viables témoigne du fait qu'il n'y a pas de raison de retarder la liquidation, par cession *going concern* à un tiers ou par vente isolée d'actifs, car l'entreprise n'est pas viable en l'état.

302. Faire ce tri rapidement et traiter différemment les entreprises viables de celles non viables est l'une des fonctions essentielles d'un régime de procédures collectives efficace²⁹⁷.
303. Ensuite, si le débiteur peut bénéficier d'autres procédures à caractère non-liquidatif à la suite d'un échec d'une procédure préventive, il pourrait être incité à tenter sa chance avec ces différentes procédures l'une après l'autre, d'une manière opportuniste. Les délais de traitement des difficultés des entreprises seraient alors rallongés.
304. De plus, cette possibilité serait susceptible de changer les dynamiques de négociation de restructuration, dans la mesure où le débiteur serait mis en position de menacer les créanciers d'atteindre le moment d'une cessation formelle des paiements afin d'ouvrir une procédure de redressement, à issue imprévisible, si le plan qu'il favorise n'était pas accepté.
305. Enfin, l'existence de plusieurs procédures répondant en principe au même type de difficulté du débiteur augmente l'incertitude à laquelle sont confrontés les créanciers. Ces derniers ne pourraient pas prévoir, en effet, quelle procédure précisément est susceptible d'être ouverte. Il en résulterait une imprévisibilité et, corrélativement, une augmentation du coût du financement *ex ante* des entreprises²⁹⁸.
306. La transposition de la Directive Restructuration en France, qui apportera d'importantes réformes pour la sauvegarde dans toutes ses formes, nécessite donc, *a minima*, que la procédure de redressement judiciaire soit supprimée.

V. Conclusion

307. La Directive Restructuration est un texte d'une grande complexité, qui témoigne des objectifs et des inspirations divergents de ses multiples auteurs, et souffre pour cette cause d'une grande confusion et d'un manque d'assise théorique solide et cohérente. Si le but était de créer des procédures collectives européennes

²⁹⁷ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 15: « a financially distressed firm should be restructured and kept alive only if it is economically viable, i.e. if it does not suffer from financial and economic distress »; V. Plantin, Thesmar, et Tirole, « Les enjeux économiques du droit des faillites ».

²⁹⁸ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 26: « many debtors that do not deserve to be reorganized (i.e. non-viable firms and viable businesses managed by the wrong people and non-viable companies) may opportunistically file for reorganization. And if so, creditors may respond with an ex ante increase in the cost of debt, and jobs can be lost if economically viable businesses managed by the wrong people are not quickly sold to third parties ».

harmonisées, qui répondraient aux exigences et enseignements de l'analyse économique du droit, il s'agit à notre avis d'un regrettable échec.

308. Le problème fondamental semble venir du fait que le législateur européen se trompe de combat. Le but des procédures préventives ne doit pas être de sauver coûte que coûte les entreprises, même lorsqu'elles ne sont point viables à long terme. Plutôt, il s'agit de permettre de faire le tri entre les entreprises viables et celles qui ne le sont pas. Les premières doivent être restructurées bien en amont d'une insolvabilité formelle, alors que les deuxièmes doivent être rapidement liquidées, pour que les ressources de l'entreprise soient plus efficacement distribuées dans l'économie. Ce n'est qu'à cette condition qu'il est possible de baisser les coûts du financement *ex ante* et de favoriser la croissance économique à long terme.
309. Nous l'avions vu, certaines des dispositions de la Directive Restructuration apportent des mauvaises réponses à des faux problèmes, sans laisser une marge de manœuvre aux législateurs nationaux. Heureusement, ce n'est pas le cas de toutes ses dispositions.
310. On ose espérer, donc, que le législateur français gardera à l'esprit les bons objectifs de la directive et en ignorera les mauvais. Pour ce faire, il nous semble essentiel de s'assurer que les futures procédures préventives françaises pourront faire bien le tri entre les entreprises viables et celles qui ne le sont pas, pour permettre une restructuration des premières selon des règles prévisibles et respectueuses des droits et rangs respectifs des créanciers. Il nous semble également indispensable de stimuler l'émergence d'un marché secondaire de la dette liquide et efficient, qui pourrait s'avérer très utile dans l'accomplissement des objectifs économiques des procédures préventives.
311. Ce sont, à notre avis, les conditions *sine qua non* pour rendre le droit des procédures préventives françaises, qui a déjà de nombreux atouts et mérites que nous ne pouvons pas nier, véritablement efficient d'un point de vue économique. Le financement des entreprises françaises, par les établissements de crédit aussi bien que par les marchés obligataires, se trouverait ainsi facilité. Ce sont aussi les conditions pour que le droit français devienne, dans l'environnement actuel de concurrence normative, un challenger crédible pour la gestion des futures restructurations européennes transfrontalières²⁹⁹. Or, si ces objectifs sont accomplis, toutes les parties prenantes seraient gagnantes.

²⁹⁹ V. sur les enjeux concurrentiels, Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives ».