

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

Sophie Vermeille¹

Avocat à la Cour

Fondatrice de Droit & Croissance²

Résumé : « 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 ». C'est en ces termes que l'article L. 611-15 du Code de commerce consacre la nature confidentielle des deux procédures de prévention des difficultés du livre VI : le mandat ad hoc et la conciliation³.

Cette règle de la confidentialité, qui couvre tant l'ouverture d'une procédure de prévention des difficultés que son contenu, poursuit le noble objectif de permettre au débiteur de négocier plus sereinement la restructuration de son passif avec ses créanciers principaux, sans mettre en péril ses relations avec d'autres partenaires économiques et sa réputation sur son marché. À l'exception de la publicité (limitée) prévue pour l'homologation d'un accord de conciliation lorsque celle-ci est souhaitée par les parties, la confidentialité qui s'attache aux mandats amiables ne souffre d'aucun tempérament. En cela, nous pouvons parler d'une « règle absolue de confidentialité ».

La doctrine, les praticiens et désormais la jurisprudence⁴ protègent très fortement la règle absolue de confidentialité.

1 - L'auteur remercie en particulier Nicolas Crocq et Thibault Jauffret pour leurs nombreux commentaires sur une version antérieure de l'article. L'auteur remercie également Youcef Dridi. Les vues exprimées dans le présent article sont exclusivement celles de l'auteur. Cette dernière certifie qu'il n'existe aucune relation susceptible d'influencer, d'une manière ou d'une autre, le contenu des vues exprimées ici présent. L'auteur tient toutefois à avertir le lecteur qu'en tant qu'avocat, elle représente à la date de parution de l'article, les intérêts d'investisseurs ayant pris des positions à découvert sur les sociétés Casino et Rallye. Or, certaines des idées développées dans cet article, antérieurement au début du mandat de représentation de l'auteur, ont pu être exploitées pour les besoins de l'exécution dudit mandat en cours.

2 - Droit & Croissance (D&C) est un *think tank* indépendant et non-partisan, 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*). D&C s'attache ainsi à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements des différentes disciplines des sciences sociales, responsable, selon D&C, de l'inadaptation du droit français à l'évolution de l'économie et de la finance.

3 - Les expressions « mandats amiables » et « procédures amiables préventives des difficultés » sont également utilisées pour désigner les procédures de mandat *ad hoc* et de conciliation.

4 - Voir les décisions rendues dans les affaires Mergermarket (CA Versailles, 14 septembre 2017, n° 15/08941, Cass. com., 15 décembre 2015, n° 14-11.500, Cass. com., 4 octobre 2018, n° 18-10.688, cette dernière décision refusant le renvoi d'une question prioritaire de constitutionna-

Nous sommes en profond désaccord avec cette position majoritaire.

Cet article met en évidence l'étendue des effets pervers de la règle absolue de confidentialité pour les entreprises débitrices elles-mêmes, pour leurs créanciers et leurs actionnaires et plus généralement pour l'économie française et les marchés financiers dans leur ensemble. La règle absolue de confidentialité des mandats amiables réduit les chances de redressement de l'entreprise, car elle conduit à :

- renforcer le climat de défiance existant entre l'entreprise et ses propres investisseurs, et est susceptible de protéger indûment les entreprises qui masquent la réalité de leurs difficultés financières dans leurs états financiers ;
- encourager les transferts de richesses indus entre les différentes classes de créanciers de l'entreprise débitrice (et de ses filiales), selon que les créanciers sont parties ou tiers à la procédure de mandat ad hoc ou de conciliation ;
- rendre plus délicate la recherche d'un financement, compte tenu de l'impact de la règle de la confidentialité sur le marché secondaire de la dette ;
- encourager l'entreprise débitrice à céder ses actifs dans de mauvaises conditions, faute d'organiser des procédures d'enchères ouvertes et transparentes ; et
- freiner la mise en place d'un plan de restructuration en profondeur de l'entreprise ou un changement de gouvernance, lesquels peuvent s'avérer indispensables à la survie de l'entreprise.

Nous verrons dans quelle mesure la règle absolue de confidentialité permet de protéger parfois indûment les intérêts de l'actionnaire de contrôle d'une entreprise en difficulté – souvent également mandataire social – qui, ayant virtuellement perdu son investissement, n'a plus rien à perdre et empêche la reprise de l'entreprise avec une nouvelle gouvernance.

L'article met également en avant les bienfaits de la transparence pour le débiteur ainsi que les différentes parties concernées, dans la perspective notamment d'obtenir un accord de restructuration (i) réaliste au regard des perspectives de trésorerie de la société et (ii) conforme à l'ordre d'absorption des pertes ou à la « règle absolue de priorité », selon la terminologie employée par la Commission européenne dans sa proposition de directive du 22 novembre 2016⁵.

À travers cet article, nous espérons ainsi encourager les pouvoirs publics et les tribunaux à mettre fin à la règle absolue de confidentialité en vigueur dans les mandats ad

lité devant le Conseil constitutionnel) et Conforama (T. Com. Paris, 22 janvier 2018, n° 2018001979).

5 - Proposition de directive du 22 novembre 2016 relative aux cadres de restructuration préventifs, à la seconde chance et aux mesures à prendre pour augmenter l'efficacité des procédures de restructuration, d'insolvabilité et d'apurement et modifiant la directive 2012/30/UE.

hoc et les procédures de conciliation et à créer les conditions d'une meilleure transparence des procédures collectives. Les évolutions attendues en droit européen des entreprises en difficulté entretiennent l'espoir d'un tel changement d'approche, même si la Commission européenne n'est pas exempte de reproche. On peut en effet regretter qu'elle n'ait fait nulle mention dans le projet de directive de l'impératif d'assurer la transparence en procédure collective.

Introduction

1. « 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 ». C'est en ces termes que l'article L. 611-15 du Code de commerce consacre la nature confidentielle des deux procédures amiables de prévention des difficultés du livre VI : le mandat *ad hoc* et la conciliation.

2. Le mandat *ad hoc* permet la désignation par le président du tribunal de commerce d'un mandataire chargé d'assister le débiteur dans le cadre de la résolution de ses difficultés. La procédure de conciliation permet au débiteur qui éprouve une difficulté juridique, économique ou financière, avérée ou prévisible, et ne se trouvant pas en cessation des paiements depuis plus de quarante-cinq jours de bénéficier d'un cadre privilégié de négociation sous l'égide d'un tiers impartial ayant la mission de « favoriser la conclusion entre le débiteur et ses principaux créanciers ainsi que, le cas échéant, ses cocontractants habituels, d'un accord amiable destiné à mettre fin aux difficultés de l'entreprise »⁶.

3. Le débiteur, assisté du mandataire *ad hoc* ou d'un conciliateur, a le droit de choisir discrétionnairement les créanciers qu'il souhaite inclure dans les négociations en mesure amiable, lesquels seront donc astreints à la confidentialité s'agissant du contenu et de l'existence même de cette mesure. Seul le débiteur peut divulguer les informations tirées de la conciliation et du mandat *ad hoc* puisqu'il est seul à l'initiative de leur ouverture et peut donc renoncer à se prévaloir de la confidentialité.

4. Dans l'affaire Mergermarket⁷ (société aujourd'hui dénommée Acuris), la Cour de cassation et les juridictions du fond se sont prononcées sur l'étendue de l'obligation de confidentialité. Pour rappel, la société Mergermarket Limited est éditrice du site d'informations financières en ligne Debtwire, spécialisé dans le suivi des entreprises sous LBO (*leveraged buy outs*), des entreprises en difficulté ainsi que des entreprises endettées auprès d'investisseurs institutionnels non bancaires sur le marché dit du « *direct lending* ».

5. Le 12 juillet 2012, la société Mergermarket a publié un article commentant l'ouverture d'une procédure de mandat *ad hoc* au bénéfice des sociétés du groupe Consolis, leader européen des produits en béton préfabriqué, confronté à d'importantes difficultés financières depuis la crise financière de 2008. Par la suite, la société Mergermarket a publié divers articles rendant compte de l'évolution de la procédure en cours, qui donna lieu ensuite à l'ouverture d'une procédure conciliation.

6. La société Mergermarket a été assignée par plusieurs sociétés du groupe Consolis et par le mandataire *ad hoc* devant le juge des référés pour obtenir le retrait de l'ensemble des articles mentionnant l'ouverture des procédures

6 - C. com., art. L. 611-7.

7 - *Op. cit.* NDBP n°4.

supposées confidentielles au regard de la loi, ainsi que des informations entourant les négociations.

7. Par une ordonnance du 16 novembre 2012, le juge des référés a estimé que la société Mergermarket avait commis un trouble manifestement illicite justifiant une mesure de cessation ordonnée en référé en publiant en connaissance de cause des informations qu'elle savait couvertes par la confidentialité et lui a, par conséquent, ordonné de retirer de son site internet Debtwire l'ensemble des articles contenant les informations confidentielles relatives aux procédures de prévention du groupe Consolis.

8. La société Mergermarket a fait appel de la décision et par ordonnance du 27 novembre 2013, la cour d'appel de Versailles a infirmé l'ordonnance du juge des référés au motif que la société Mergermarket, en sa qualité tiers aux procédures amiables, ne pouvait être directement tenue de respecter l'obligation de confidentialité de l'article L. 611-15 du Code de commerce⁸.

9. Les sociétés du groupe Consolis ont formé un pourvoi en cassation. Il revenait à la Haute Juridiction de déterminer si les journalistes, en dépit de leur qualité de tiers à la procédure de conciliation ou de mandat *ad hoc*, étaient tenus de respecter la confidentialité des procédures et si l'obligation de confidentialité à l'égard des parties étrangères aux négociations, ne portait pas une atteinte excessive à la liberté d'expression au sens de l'article 10§2 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales⁹.

10. Censurant la cour d'appel de Versailles, la Cour de cassation a considéré que « la diffusion d'informations relatives à une procédure de prévention des difficultés des entreprises, couvertes par la confidentialité, sans qu'il soit établi qu'elles contribuent à l'information légitime du public sur un débat d'intérêt général, constituée à elle seule un trouble manifestement illicite »¹⁰. Il en résulte que le principe de confidentialité des procédures préventives l'emporte sur celui de la liberté d'expression des journalistes, pourtant tiers à la procédure, de sorte que la divulgation d'informations confidentielles issues de telles procédures par des journalistes ne peut intervenir qu'à titre exceptionnel, lorsqu'elles contribuent à l'information légitime du public sur un débat d'intérêt général.

11. Cette exception à l'obligation de non-divulgaration des journalistes a reçu, sans surprise, une interprétation particulièrement restrictive de la part de la cour d'appel de Paris statuant sur renvoi après cassation¹¹. Elle a en effet considéré que les articles publiés par Debtwire ne constituaient pas une information légitime portant sur un débat d'intérêt général, et ce, malgré la taille du groupe Consolis et les possibles répercussions des difficultés du groupe sur l'emploi et l'économie. Plus encore, elle a estimé que « c'est précisément la préservation de l'emploi et la défense de l'économie que la confidentialité de la procédure de prévention amiable ouverte au bénéfice de ces sociétés visait à assurer ». Statuant au fond sur la question de la responsabilité délictuelle du site d'informations financières, la cour

8 - CA Versailles, 27 novembre 2013, n° 13/00670.

9 - Nous n'aborderons pas dans cette étude, les arguments en faveur de la liberté d'expression de nature à justifier per se l'abandon de la règle absolue de confidentialité. V. M.-H. Monsérie-Bon, *Revue Lamy droit des affaires*, N° 114, 1er avril 2016. Nous nous limiterons aux arguments de nature économique.

10 - Cass., com, 15 décembre 2015, n° 14-11.500.

11 - CA Paris, 20 avril 2017, n° 16/02849.

d'appel de Versailles a récemment condamné la société Mergermarket au paiement d'une somme d'environ 350 000 euros au titre du préjudice subi par les sociétés du groupe Consolis du fait de la divulgation d'informations confidentielles¹².

12. Dernièrement, la Cour de cassation a refusé de renvoyer au Conseil constitutionnel la question prioritaire de constitutionnalité posée par la société Mergermarket portant sur la constitutionnalité de l'article L. 611-15 du Code de commerce à la Constitution. Elle a jugé la question non sérieuse, notamment parce que la possibilité d'engager la responsabilité de la société de presse se justifie « *par la nécessaire protection due aux entreprises engagées dans un processus de négociation avec leurs créanciers* », et compte tenu du fait qu'une « *divulgaration [est] de nature à compromettre le succès du processus en cours, voire la pérennité de l'entreprise* »¹³.

13. L'affaire Mergermarket est révélatrice de la place centrale occupée par le principe de confidentialité dans l'architecture des mesures amiables¹⁴ et de la faible compréhension des juges et du législateur de l'importance d'une meilleure transparence de l'information dans l'intérêt même de l'entreprise en difficulté concernée, et plus largement, dans l'intérêt de notre économie.

14. L'on peut prêter plusieurs **vertus à la confidentialité des mandats amiables**. Elle vise à permettre au débiteur de poursuivre son activité opérationnelle dans des conditions normales, tout en négociant parallèlement avec ses créanciers financiers la restructuration de sa dette. La règle de confidentialité est perçue comme un moyen de protéger l'activité opérationnelle du débiteur, en évitant un arrêt brutal du financement de ses activités et le déclenchement d'une spirale négative à l'annonce des premières difficultés. La règle de confidentialité permet alors dissimuler la vérité sur la gravité de la situation aux fournisseurs, aux clients ainsi qu'aux assureurs crédits des entreprises concernées :

1) Avantage de la règle de la confidentialité vis-à-vis des fournisseurs : il s'agit, par exemple, d'éviter que les fournisseurs, qui financent très fréquemment le fonds de roulement de leurs clients PME (en accordant des délais de paiement conséquents), n'interrompent ou ne réduisent leur soutien en exigeant d'être payés au comptant à

12 - CA Versailles, 14 septembre 2017, n° 15/08941.

13 - Cass., Com., 4 octobre 2018, n° 18-10.688. La question prioritaire de constitutionnalité était la suivante : « *Les dispositions de l'article L. 611-15 du code de commerce sont-elles conformes à la Constitution, précisément à l'article 11 de la Déclaration des droits de 1789 et à l'article 34 de la Constitution dont découle le principe selon lequel il appartient au législateur de prévoir les cas dans lesquels un citoyen doit répondre des abus de la liberté d'expression et de communication et d'assurer la conciliation entre cette liberté et les droits et libertés qui s'y opposent par des mesures nécessaires, adaptées et proportionnées à l'objectif poursuivi, en ce que, telles qu'interprétées par une jurisprudence établie de la Cour de cassation (Com., 15 décembre 2015, pourvoi n° 14-11500, publié au bulletin), elles permettent d'engager la responsabilité civile extracontractuelle d'un organe de presse pour avoir diffusé une information relative à l'exécution d'un mandat ad hoc ou à une procédure de conciliation, alors que les termes qu'elles emploient ne prévoient pas que des tiers à cette conciliation puissent être tenus pour fautifs s'ils diffusent une telle information et ne prescrivent pas, et donc ne limitent pas, les sanctions susceptibles d'être prononcées, et alors que cette responsabilité civile pourrait être engagée, selon cette jurisprudence établie, sous la seule réserve que la diffusion de l'information contribue à un débat relatif à une question d'intérêt général, quelle que soit la teneur de cette information dont la confidentialité est par ailleurs prescrite sans la moindre limitation de durée ?* ».

14 - F.-X. Lucas, « *Responsabilité pour violation de la confidentialité* », CA Versailles, 14 septembre 2017, L'essentiel du droit des entreprises en difficulté, p 1.

l'annonce de l'ouverture d'un mandat amiable. A cet égard, il convient de noter que le montant du crédit fournisseur est particulièrement important en France, faute pour un grand nombre d'entreprises d'avoir un accès suffisant au crédit bancaire¹⁵. La perte du soutien des fournisseurs peut obliger l'entreprise en difficulté à trouver dans l'urgence de nouvelles sources de financement, sans quoi elle pourrait se trouver en situation de ne pouvoir exécuter ses propres obligations à l'égard de ses clients.

2) Avantage de la règle de la confidentialité vis-à-vis de l'assureur crédit des fournisseurs : il s'agit d'empêcher que l'assureur crédit de ces mêmes fournisseurs modifie le coût de la protection qu'il offre à ses clients en cas de défaut de leur propre client. L'assureur crédit a en effet toujours la possibilité de modifier, sans délai, les termes de la couverture d'assurance qu'il offre aux fournisseurs en cas de défaut de leur contrepartie, selon la gravité de la situation financière de cette dernière. En cas de révision à la hausse du coût de la police d'assurance, les fournisseurs du débiteur peuvent se retrouver contraints d'exiger de leurs clients d'être payés désormais au comptant.

3) Avantage de la règle de confidentialité vis-à-vis du client et/ou partenaire : il s'agit d'éviter qu'à l'annonce des premières difficultés, les clients de l'entreprise en difficulté réagissent excessivement au regard de la gravité de la situation et renoncent à contracter avec cette dernière de peur que l'exécution du contrat envisagé ne puisse être menée à son terme. La tentation est grande pour le client de se tourner vers des concurrents de son fournisseur, raison pour laquelle on parle de spirale négative. Dans un tel scénario, l'entreprise fournisseur peut se trouver en grande difficulté alors même qu'elle n'a encore commis aucun manquement contractuel et exécute parfaitement ses obligations dans les délais convenus. Le risque qu'une spirale négative s'enclenche est d'autant plus grand lorsque l'entreprise en difficulté concernée appartient à un secteur d'activité nécessitant que les parties contractantes prennent des engagements de long terme. C'est le cas dans les secteurs réalisant des produits sur mesure pour un petit nombre de clients, comme l'aciérie dont la clientèle se concentre sur quelques constructeurs automobiles. L'annonce des difficultés d'une entreprise dans ce secteur peut conduire brutalement à la perte de contrats, les constructeurs automobiles ne pouvant prendre le risque de passer des commandes de pièces réalisées sur-mesure, s'il existe le moindre risque que la chaîne de production disparaisse à deux ans. Par ailleurs, le risque de perte de chiffre d'affaires lié à l'annonce des premières difficultés est d'autant plus grand pour une entreprise évoluant dans un secteur fortement concurrentiel. C'est encore le cas du secteur de l'aciérie qui subit en Europe la concurrence féroce des entreprises chinoises. A cet égard, on notera que, dans un monde de plus en plus globalisé, chaque secteur de l'économie est susceptible de faire l'objet d'une concurrence accrue. Dans ces conditions, de plus en plus d'entreprises étant susceptibles de souffrir des effets d'une spirale négative, il devient crucial pour les législateurs d'adopter un droit des faillites efficace.

15. En dépit des bénéfices évidents attachés à la règle de la confidentialité, il existe un grand nombre d'effets pervers pour l'entreprise, passés sous silence en France et ailleurs

15 - V. *infra*, l'importance du crédit fournisseur pour le financement des besoins en fonds de roulement de l'entreprise est une conséquence de la violation systématique des droits des prêteurs bancaires en procédure collective.

en Europe (I). Certains effets pervers en particulier résultent d'une confusion de leur part entre l'intérêt des entreprises et l'intérêt de l'actionnaire-dirigeant qui, au contraire de l'entreprise, a toujours intérêt à jouer la carte de l'opacité (II). Nous verrons enfin dans quelle mesure il est nécessaire de réformer le droit des procédures collectives pour ensuite instaurer un principe de transparence raisonné dans les procédures amiables (III).

I. Le coût pour l'entreprise de la règle de confidentialité

16. La règle absolue de confidentialité des procédures amiables de prévention des difficultés conduit à :

- 1) renforcer le climat de défiance existant entre l'entreprise et ses propres investisseurs et est susceptible de protéger indûment les entreprises qui masquent la réalité de leurs difficultés financières dans leurs états financiers ;
- 2) rendre plus délicate la recherche d'un financement, compte tenu de l'impact de la règle de la confidentialité sur le marché secondaire de la dette ;
- 3) encourager les transferts de richesses indus entre les différentes classes de créanciers de l'entreprise débitrice (et de ses filiales), selon que les créanciers sont parties ou tiers à la procédure de *mandat ad hoc* ou de conciliation ; et
- 4) encourager l'entreprise débitrice à céder ses actifs dans de mauvaises conditions, faute d'organiser des procédures d'enchères ouvertes et transparentes.

1. La règle absolue de confidentialité renforce le climat de défiance existant entre l'entreprise et ses propres investisseurs et est susceptible de protéger indûment les entreprises qui masquent la réalité de leurs difficultés

17. De manière générale, plus l'entreprise est en difficulté, plus elle est encouragée à travestir la réalité de sa situation, dans l'espoir de ne pas perdre le soutien de ses principaux fournisseurs, clients et créanciers financiers¹⁶. Les dirigeants sont ainsi tentés de présenter la société sous un jour le plus favorable possible en dépit des difficultés d'entreprise, car c'est de cette présentation dont dépend la capacité de la société débitrice à convaincre ses créanciers de lui faire confiance. Il est bien connu que, plus la situation financière d'une société se dégrade, plus la tentation d'adopter des méthodes comptables dites « agressives » est forte. (On parle à ce sujet d'« *earnings management* », une pratique consistant à produire des états financiers présentant sous un jour excessivement positif l'état de l'activité économique et de la situation financière de la société.) Comme l'ont montré certaines études empiriques, il existe une corrélation entre une piètre communication financière et le recours par les dirigeants à des techniques comptables agressives¹⁷. Ces

16 - La frontière entre méthodes comptables agressives et fraude comptable peut alors devenir poreuse in fine. En général, la fraude se révèle durant des périodes de récession quand l'entreprise est aux prises de ses difficultés. « *Only when the tide goes out, do you discover who's been swimming naked* » (Warren Buffet).

17 - G. Lobo, et J. Zhou, « *Disclosure quality and earnings management* », 2001, *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 2001, V8 (1): 1-20.

derniers peuvent procéder à des ajustements sur le résultat net. Par exemple, ils peuvent retraiter des sommes qui ne correspondent pas en réalité à des charges exceptionnelles qui doivent être pleinement prises en compte dans le calcul du résultat net et ce, afin de présenter une meilleure image dudit résultat. La qualité des comptes se dégrade parfois jusqu'au point où l'on est en droit de questionner la sincérité des états financiers. De la même façon que le recours à une combinaison de techniques d'optimisation fiscale (qui prises individuellement sont parfaitement légales) peut faire basculer une entreprise dans la fraude fiscale, le recours à un trop grand nombre d'ajustements comptables peut être constitutif du délit de présentation de comptes insincères. Les dirigeants peuvent également refuser de constituer des provisions pour dépréciation d'actifs en dépit des obligations qui s'imposent à eux. C'est pour cette raison que, lorsqu'un changement de dirigeant survient au sein d'une société en difficulté, le nouveau dirigeant réalise souvent dès son arrivée un audit afin de s'assurer que toutes les provisions ont bien été passées au moment de son arrivée, de manière à ne pas porter la responsabilité dans le futur de pertes antérieures.

18. Pour ces raisons, les dirigeants de l'entreprise en difficulté sont susceptibles d'utiliser la règle absolue de confidentialité des mesures préventives pour maintenir l'opacité sur la réalité de la situation financière de la société à l'égard de ses créanciers (le plus souvent les obligataires¹⁸) et de ses actionnaires minoritaires qui ne sont pas parties aux négociations. Cette situation est susceptible de se produire au niveau des entreprises de taille significative cotées ou non. La règle absolue de confidentialité freine la diffusion de l'information essentielle aux analystes et investisseurs dont il est, dans le cas des sociétés ayant des instruments cotés (obligations et/ou actions), extrêmement difficile de maintenir la confidentialité. Elle est ainsi susceptible de perpétuer des situations d'asymétries d'information importantes entre les différents acteurs de marché et certains investisseurs restent induits en erreur par la communication financière du débiteur masquant la réalité des faits¹⁹.

19. Les créanciers disposant d'informations non publiques concernant le débiteur n'ont pas le droit de céder leurs créances sur le marché sous peine de poursuites pour délits d'initié. Cependant, cette interdiction n'est pas de nature, à elle seule, à garantir que les investisseurs exclus des négociations ne sont pas financièrement lésés. Ils le sont dès lors que sur la base d'informations financières tronquées, ils acceptent, par exemple, de participer à une augmentation de capital dite « de la dernière chance » supposée permettre le rebond de la société (c'est-à-dire une opération conduisant la société à obtenir de ses actionnaires de réinjecter

18 - Les obligataires sont plus difficiles à coordonner que les établissements de crédit du fait de leur nombre élevé. De plus, certains peuvent ne pas avoir des ressources suffisantes pour participer aux négociations.

19 - Pour ces raisons, on doit reconnaître que la règle absolue de confidentialité puisse perpétuer des bulles au niveau de sociétés cotées, c'est-à-dire des situations où le prix des actions et des instruments de dette émis par l'entreprise en difficulté ne reflète pas la véritable valeur des actifs de ladite entreprise, telle qu'analysée par la majorité des investisseurs qualifiés, capables de réaliser leur propre analyse fondamentale. Les instruments financiers de la société ne sont alors détenus que par des actionnaires individuels, des fonds indiciels et tous autres fonds n'ayant pas la capacité d'analyser par eux-mêmes les états financiers de la société en difficulté. On comprend alors que la règle absolue de confidentialité peut rencontrer en conflit avec l'obligation faite aux sociétés dont les titres sont admis sur les marchés réglementés de ne pas retarder la divulgation d'information ayant un impact significatif sur le cours.

des fonds propres, sans préalablement obtenir de ses créanciers des concessions significatives sous la forme d'abandons ou de conversion de créances). Grâce à cette présentation insincère des comptes, il peut être caché aux souscripteurs que l'entreprise est insolvable (au sens où ses dettes sont supérieures à la valeur de marché de ses actifs) alors même que dans une telle hypothèse, une augmentation de capital « de la dernière chance » sans une restructuration préalable de la dette, conduit nécessairement à des transferts de richesse indus des actionnaires au profit de certains créanciers existants. Cette situation peut expliquer la proportion importante d'entreprises qui échouent sur le long terme à rebondir, à la suite d'une simple augmentation de capital « de la dernière chance ». On observe ainsi que, postérieurement à ce type d'opération, un grand nombre d'entreprises finissent par organiser une restructuration en profondeur de leur bilan, ayant pour effet de cristalliser la perte de leurs actionnaires (qui ont alors non seulement perdu leur mise de départ, mais également les sommes récemment réinjectées en fonds propres)²⁰.

20. La saisine du tribunal de commerce, postérieurement à l'ouverture d'une procédure de conciliation, dans le cadre d'une procédure de sauvegarde accélérée ou de sauvegarde financière accélérée depuis l'ordonnance du 12 mars 2014 et la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 dans le but de contraindre certains créanciers minoritaires au sein des comités à respecter le plan négocié avec certains créanciers durant la période de conciliation, ne contraint malheureusement pas les entreprises à effectuer un exercice de transparence suffisant. Ce n'est que si la société est cotée et procède à une opération sur le capital qu'elle est contrainte de produire un prospectus supposé informer le marché très peu de temps avant la réalisation de l'opération. En pratique, nous avons constaté que la transparence n'était pas garantie devant les Tribunaux de Commerce. De nombreuses entreprises ont annoncé au marché être en difficulté, peu de temps après avoir organisé une augmentation de capital de la dernière chance en raison de plans d'affaires excessivement optimistes (synonymes de dépréciations d'actifs insuffisantes)²¹.

2. La règle de confidentialité rend plus délicate la recherche d'un financement, compte tenu de son impact sur le marché secondaire de la dette

21. La règle de confidentialité des mesures préventives constitue également un obstacle significatif au financement

20 - S. Vermeille, « Restructuration de dette obligataire, recapitalisation de la dernière chance et interventionnisme étatique : analyse des conséquences de l'inefficacité du droit français sur la restructuration des entreprises de taille significative », Revue trimestrielle de droit financier, 01/06/17, n° 2, p.3-67. Sur la base de l'analyse des opérations d'augmentation de capital réalisées par des entreprises en difficulté cotées, l'étude aboutissait à la conclusion que ces recapitalisations opéraient fréquemment un transfert massif de richesses, des souscripteurs à l'augmentation de capital vers les créanciers. L'étude pointait essentiellement les failles du droit des entreprises en difficulté et du droit des sociétés pour expliquer cette situation. Une troisième explication tient clairement au fait que ces opérations sont souvent réalisées postérieurement à des procédures de prévention des difficultés, suivies par l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, afin de contraindre les créanciers et actionnaires minoritaires refusant un plan à l'amiable.

21 - S. Vermeille, « Restructuration de dette obligataire, recapitalisation de la dernière chance et interventionnisme étatique : analyse des conséquences de l'inefficacité du droit français sur la restructuration des entreprises de taille significative », op. cit.

des entreprises en difficulté. En particulier, la confidentialité des procédures amiables renchérit le coût du crédit en limitant l'efficacité du marché secondaire de la dette (2.1) 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 (2.2).

2.1. La règle absolue de confidentialité renchérit le coût du crédit

22. Depuis plusieurs années, le marché secondaire de la dette joue un rôle grandissant lorsque l'emprunteur d'une certaine taille rencontre des difficultés financières, y compris lorsque l'instrument de dette prend la forme d'un prêt ou d'une obligation émise dans le cadre d'un placement privé. Un tel marché présente des avantages pour les créanciers comme pour l'entreprise. Du point de vue des créanciers, le marché secondaire offre aux établissements de crédit un outil efficace et flexible de sortie de l'investissement et de gestion de leur bilan leur permettant de céder rapidement des actifs sous performants au meilleur prix possible, afin de limiter leur exposition au risque et renforcer leurs fonds propres²².

23. L'importance de cette fonction du marché secondaire devrait s'accroître dans un futur proche au sein de l'Union européenne puisque la réduction de l'exposition au risque des établissements bancaires est encouragée par les instances européennes, comme en témoignent 1) les lignes directrices de la Banque Centrale Européenne de mars 2017²³, complétées par un addendum en octobre 2017, 2) le plan d'action de la Commission européenne et du Conseil de l'Union européenne approuvé en juillet 2017 et 3) la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de crédits, les acheteurs de crédits et le recouvrement de garantie du 14 mars 2018. Ces textes invitent les banques européennes à mettre en œuvre des stratégies pour réduire le niveau de crédits non performants (*non performing loans*) dans leur bilan.

24. Ce rôle fondamental du marché secondaire ne peut fonctionner qu'à la condition que les marchés financiers soient efficaces, c'est-à-dire que les prix auxquels s'échangent les titres reflètent le juste prix des actifs. Or, la condition tenant à l'efficacité des marchés suppose que l'ensemble des acteurs du marché disposent de la part de l'émetteur d'une information de qualité équivalente sur la réalité de la situation opérationnelle et financière de

22 - Cette fonction du marché secondaire est devenue essentielle compte tenu du développement des règles prudentielles et notamment de la publication, le 16 décembre 2010, des accords de Bâle III destinés à améliorer le niveau et la qualité des fonds propres des banques afin de renforcer leur solidité financière. Les accords de Bâle III prévoient notamment le respect d'un ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio*) ayant pour objectif de veiller à ce que les banques disposent d'un encours suffisant d'actifs liquides de haute qualité (*High Quality Liquid Assets*) non grevés pouvant être convertis en liquidités, facilement et immédiatement, sur des marchés privés, dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait 30 jours calendaires. Sans entrer dans le détail de la nouvelle réglementation prudentielle, celle-ci impose notamment aux banques un système de pondération du risque qui les oblige à augmenter leurs fonds propres lorsqu'elles détiennent des actifs risqués. L'existence d'un marché secondaire liquide des crédits non performants (*non performing loans*) permet aux banques d'assainir leur bilan puisqu'elles peuvent céder leurs créances douteuses à des investisseurs du risque (fonds de retournement) et ainsi se conformer aux ratios prudentiels en convertissant rapidement et facilement en liquidités des créances dont le recouvrement était incertain.

23 - European Central Bank, « Guidance to banks on non performing loans », March 2017.

l'entreprise de sorte que ne se développe pas entre les différents acteurs plus ou moins sophistiqués, une asymétrie dans leur capacité d'analyse des informations fournies par l'émetteur susceptible d'empêcher un accord sur un prix de cession²⁴. Cette condition d'efficacité des marchés est essentielle pour assurer la liquidité des titres (de sorte que chaque transaction, prise isolément, n'emporte pas d'effets significatifs sur les prix). La société débitrice doit donc prêter grand soin à la qualité de sa communication financière et lutter contre sa tendance naturelle à masquer ses difficultés pour les raisons exposées précédemment. Si un investisseur sur le marché secondaire n'est pas en mesure d'avoir une bonne compréhension de la situation financière de l'entreprise, il sera moins enclin, en conséquence, à acquérir la dette de cette entreprise faute de pouvoir appréhender l'étendue de son risque.

25. En conférant aux établissements de crédit un mécanisme efficace de gestion de leur bilan et de réalisation de leurs investissements, le marché secondaire favorise l'accès au crédit et diminue le coût du capital. En effet, si les créanciers savent qu'ils peuvent aisément céder leurs créances sur le marché secondaire de la dette en cas de difficultés de l'emprunteur, ils seront naturellement plus enclins à prêter à des conditions avantageuses pour l'entreprise²⁵. Il a ainsi été observé aux États-Unis que la liquidité du marché secondaire de la dette permet de réduire le coût du crédit des entreprises²⁶.

26. L'inefficacité du marché secondaire de la dette a des conséquences sur le marché primaire. Sur ce marché, les créanciers prêtent à des conditions moins avantageuses puisqu'ils intègrent dans leur conditions leurs chances de sortie sur le marché secondaire, lesquelles sont réduites en raison de l'absence de liquidité des titres qui s'y échangent. Si ce principe reste à démontrer de manière empirique pour les prêts venant d'établissements de crédit – le coût du crédit variant en fonction d'un grand nombre de paramètres qu'il est difficile d'isoler – il est établi que l'existence d'un marché secondaire de la dette efficace offre aux entreprises d'une certaine taille un accès au financement de la part de fonds d'investissement spécialisés dans les situations dites de « *distress* »²⁷.

27. Dans l'affaire Mergermarket, c'est précisément cette fonction même du marché secondaire que la Cour de cassation et la cour d'appel de renvoi ont choisi d'ignorer. En effet, les articles de Debtwire ont notamment pour but d'informer les investisseurs, poursuivant une stratégie d'achat de dette à prix décoté sur le marché secondaire, de la situation d'une entreprise en difficultés afin de permettre au marché d'être efficace. En refusant aux journalistes le droit de communiquer au marché des éléments tirés de la

procédure amiable, l'action des juges contribue à réduire la liquidité du marché secondaire de la dette en général en France et donc le coût du crédit.

2.2. La confidentialité nuit à la mise en concurrence des apporteurs d'argent frais en conciliation

28. Lorsqu'une entreprise connaît des difficultés financières, la pérennité de son activité est souvent subordonnée à l'octroi de nouveaux financements, notamment pour lui permettre de faire face à son besoin en fonds de roulement. Or, les investisseurs sont naturellement réticents à financer une entreprise qui offre des garanties de remboursement limitées et qui est susceptible de faire l'objet d'une procédure collective soumettant les créanciers à une discipline collective et à la règle de l'arrêt des poursuites individuelles.

29. Afin de remédier à ce problème et pour encourager le recours aux mandats amiables, le législateur a octroyé un privilège à toute personne consentant un nouvel apport en trésorerie en vue d'assurer la poursuite d'activité de l'entreprise lorsque l'accord prévoyant cet apport a été homologué par le tribunal²⁸. Ce privilège, dit de « *new money* » est extrêmement favorable à l'apporteur d'argent frais. Il prime l'ensemble des autres créances dans la hiérarchie des paiements en cas d'ouverture d'une procédure collective postérieurement à la procédure de conciliation, à l'exception du super-privilège des salariés et des frais de justice nés régulièrement après le jugement d'ouverture pour les besoins du déroulement de la procédure²⁹.

30. Néanmoins, l'intérêt de ce privilège du point de vue de l'entreprise en recherche de nouveaux capitaux est substantiellement diminué par la règle absolue de confidentialité. Cette règle conduit à un renchérissement du coût de la « *new money* » puisqu'elle restreint par essence le nombre d'investisseurs susceptibles de pouvoir fournir la « *new money* » aux seuls créanciers invités aux négociations. En dépit des taux d'intérêts très bas, on compte une proportion élevée de prêts « *new money* » octroyés au profit d'entreprises en conciliation ayant un taux d'intérêt à deux chiffres³⁰. A cet égard, les créanciers ont non seulement l'opportunité de prêter de l'argent à la société à un taux très élevé, mais aussi, peuvent parfois bénéficier de nouvelles garanties dont la valeur est supérieure aux concessions réalisées, par exemple en cas de rééchelonnement de la maturité du prêt initial.

28 - C. com., art. L. 611-11.

29 - C. com., art. L. 622-17 et L. 641-13.

30 - Outre l'insuffisance de mise en concurrence entre les différents apporteurs potentiels d'argent frais, les taux élevés s'expliquent par ce que l'apport d'argent frais peut être utilisé pour des besoins qui vont au-delà de l'amélioration de la situation de trésorerie à court terme, avant une restructuration plus en profondeur de la société. Par ailleurs, les apporteurs de *new money* n'ont pas le dernier mot sur le devenir de l'entreprise post conciliation si le débiteur devait entrer ensuite en procédure collective. Il a enfin été démontré que les sociétés émergent d'une procédure collective avaient souvent un niveau d'endettement excessif du fait des difficultés à se désendetter significativement. Le désendettement de l'entreprise peut être compliqué en phase de conciliation compte tenu notamment de (i) l'impossibilité de forcer le consentement d'un créancier comme cela est possible en procédure collective et (ii) du fait que certains créanciers, en particulier les banques, ne peuvent pas envisager la procédure collective comme une alternative crédible en cas d'échec de la négociation, cette situation étant alors susceptible d'encourager la conclusion d'accords irréalistes pour l'entreprise.

24 - K. Bardos, « *Quality of financial information and liquidity* », Review of financial Economics, 22 December 2010.

25 - A. Gande et A. Saunders, « *Are Banks Still Specials when there is a secondary market for loans* », Août 2011, Journal of Finance, p.2.

26 - R. Gilson et C. Whitehead, « *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets* », Columbia Law Review, 2008, Vol. 108, p. 231.

27 - L'acquisition de titres de créances à prix décoté sur le marché secondaire lorsque le débiteur est en difficulté financière est une activité particulièrement risquée. Deux raisons essentielles à cela : 1) les entreprises en difficulté ont tendance à vouloir dissimuler la réalité de leurs difficultés ; investir sur ce marché particulier de la dette des entreprises en difficulté nécessite une grande capacité d'analyse des informations fournies par le débiteur, 2) il existe toujours une incertitude sur les chances de redressement de l'entreprise en difficulté (conditions macro-économiques, conditions tenant à sa gouvernance, aux conditions de sa restructuration financière etc.).

31. Le privilège de *new money* peut même encourager les prêteurs à prêter à la société davantage d'argent que nécessaire au regard des besoins de la société. Ce fut ainsi le cas lors de la restructuration de la société CGG. Une grosse partie de la *new money* a été remboursée seulement au bout de trois mois³¹. Cette situation a pour effet d'opérer un transfert de richesse des prêteurs historiques, comme les établissements bancaires (qui participent de plus en plus rarement au second tour de table, en raison du coût pour leurs fonds propres d'une telle participation du fait des règles bancaires prudentielles), au profit de nouveaux prêteurs désireux de fournir la *new money* dans de telles conditions³². Cette situation est pénalisante pour les prêteurs historiques et n'est pas satisfaisante non plus pour l'entreprise car, bien souvent, endetter significativement la société à un taux élevé constitue une solution de repli, par rapport à une solution préférable de restructuration en profondeur du bilan de l'entreprise, via une conversion de la dette en actions. La règle de confidentialité des procédures amiables favorise donc le risque de discrimination entre créanciers et place les créanciers tiers à la procédure dans une situation d'incertitude et de défiance vis-à-vis du débiteur.

32. La loi elle-même encourage cette défiance en incitant l'entreprise à recourir au « crédit caché », pourtant source de nombreux effets pervers³³. En effet, dans l'hypothèse d'un accord de conciliation homologué, le privilège de « *new money* » n'est pas publié en tant que tel sur le K-bis de la société, mais est simplement mentionné dans le jugement d'homologation. Il en résulte qu'un créancier peut accorder un crédit à la société, sans savoir qu'il est primé par un privilège de conciliation. S'il est peu probable en pratique qu'une banque ne soit pas informée de l'existence de ce privilège, il est en revanche fort possible qu'un fournisseur n'apprenne, qu'*a posteriori*, qu'il est primé par le privilège de conciliation³⁴. Cette restriction de concurrence sur le marché du financement des entreprises en difficulté est pénalisante non seulement pour les grandes entreprises, mais aussi pour les entreprises de taille plus modeste. La pénalité est d'autant plus forte en France, qui a connu ces dernières années un développement du marché dit du « *direct lending* »³⁵, suite à l'évolution des règles du mono-

pole bancaire³⁶. On peut donc regretter pour toutes ces raisons que le principe de confidentialité contribue à réduire significativement la concurrence sur le marché du financement des entreprises en difficulté.

3. La règle de confidentialité encourage les transferts de richesses indus entre les différentes classes de créanciers de l'entreprise débitrice (et de ses filiales), selon que les créanciers sont parties ou tiers à la procédure de mandat *ad hoc* ou de conciliation

33. La règle de confidentialité conduit à opérer une distinction entre, d'une part, les créanciers participant au mandat amiable et donc participant aux négociations avec le débiteur – le plus souvent les établissements bancaires du débiteur – et, d'autre part, les créanciers tiers à la négociation – qu'ils soient des obligataires du débiteur ou des créanciers importants des filiales dudit débiteur principal³⁷.

34. Être invité à la table des négociations signifie souvent devoir faire des concessions, auxquelles les autres créanciers ne sont nullement incités. Cependant, dans certaines hypothèses décrites ci-après, les créanciers participant au mandat amiable peuvent profiter des négociations confidentielles pour obtenir, en échange de leurs concessions, des contreparties supérieures aux concessions faites. La règle de confidentialité empêche de rendre publics ces transferts et facilite ainsi les différences injustifiées de traitement.

35. À titre d'illustration, des établissements bancaires pourraient concéder un report de la date d'exigibilité de leurs créances à moindre frais pour le débiteur et obtenir concomitamment un mandat de banque d'affaires généreusement rémunéré, avec pour mission d'organiser la vente d'actifs substantiels de l'entreprise en difficulté. Ces arrangements peuvent se dérouler dans la plus grande discrétion, sans informer les créanciers non parties au mandat amiable. De la même manière, les créanciers d'une société *holding* peuvent en apparence réaliser des concessions et, en même

31 - V. S. Vermeille, « *Restructuration de dette obligataire, recapitalisation de la dernière chance et interventionnisme étatique : analyse des conséquences de l'inefficacité du droit français sur la restructuration des entreprises de taille significative* », *ibid.*

32 - Contrairement aux banques, ces nouveaux créanciers sont davantage en mesure de pouvoir prêter dans des conditions risquées car ils ne sont pas soumis aux règles prudentielles. Comme ils auront acheté une quote-part de la dette d'origine à un prix inférieur à sa valeur nominale (ce rachat, souvent en violation de la règle de confidentialité, leur permettant de participer aux négociations), ils seront moins impactés par le transfert de richesse résultant de la création d'une nouvelle tranche de dette onéreuse pour l'entreprise désormais *senior* par rapport à la dette ancienne.

33 - M. Simkovic, « *Secret liens and the financial crisis of 2008* », *American Bankruptcy Law Journal*, Vol. 83, p. 253.

34 - P.-M. Le Corre, « *Du privilège occulte de la conciliation* », *Gazette du Palais*, 13 octobre 2012, n° 287, p. 3.

35 - Le « *direct lending* » est une forme de prêts aux entreprises, proposée par des prêteurs qui ne sont pas des établissements de crédit. Ces entités octroient des prêts désintermédiés aux entreprises de petite ou moyenne taille, mais également aux entreprises en difficulté de taille significative, dans la mesure où la réglementation prudentielle actuelle pénalise les banques qui offrent du crédit à des entreprises fragiles (en leur demandant un surcroît de charges en capital dans leur bilan, ce qui réduit leur rentabilité). Les fonds d'investissement dits « fonds opportunistes » se concentrent sur un marché des entreprises de taille suffisamment importante pour qu'il y ait une perspective réelle qu'un marché secondaire se développe. Cela leur donne l'assurance de pou-

voir se désengager de l'entreprise sans attendre nécessairement la date de maturité de l'instrument financier. Outre les fonds d'investissement, des plateformes de crowd-funding se sont développées ces dernières années grâce à l'évolution de la réglementation. Certaines ont déjà disparu en raison des faiblesses de leur plan d'affaires et faute de modèle de risque crédible. D'autres ont su développer des modèles d'analyse crédit et prétendent surpasser certains modèles bancaires grâce notamment au recours au big data. L'avenir dira si ces nouveaux acteurs parviendront à s'installer définitivement en France. En attendant, ils offrent la possibilité à des entreprises de taille relative de financer leurs besoins en fonds de roulement, à condition qu'elles acceptent un coût de la dette qui est supérieur à celui exigé par les établissements bancaires dans un contexte de politique monétaire accommodant.

36 - V. le rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris sur le monopole bancaire sur le site suivant : <http://www.eifr.eu/uploads/eventdocs/573325f34a4c6.pdf>. En dépit des modifications apportées au monopole bancaire, certains acteurs n'ont pas d'autres choix que de prêter via l'émission d'obligations.

37 - La non-participation des fournisseurs aux négociations dans le cadre des mandats amiables est parfois justifiée. C'est le cas à chaque fois que les difficultés de l'entreprise résultent d'un passif financier excessif au regard des perspectives de génération de flux de trésorerie de l'entreprise. Cela concerne souvent les entreprises sous LBO. Imposer aux fournisseurs des concessions est susceptible d'entraîner des conséquences négatives pour l'entreprise et ses créanciers financiers plus importante que le bénéfice des concessions consenties par ces mêmes fournisseurs.

temps, tirer avantage du fait de devenir contreparties des filiales opérationnelles de leur débiteur, dans le cadre d'opérations de « *sale & lease back* » par exemple. Dans ce type d'opérations, lesdites filiales opérationnelles cèdent leurs actifs immobiliers et les reprennent immédiatement en bail. Les opérations de *sale & lease back* permettent à la filiale vendeuse de dégager de la trésorerie grâce au produit de la vente ; cette trésorerie est susceptible d'être remontée à la société mère (le produit constitue en effet comptablement un revenu distribuable) aux fins de rembourser les créanciers de la société *holding* également acquéreurs des biens immobiliers ; dans le même temps, ces mêmes contreparties obtiennent un statut extrêmement avantageux en cas de procédure collective de la filiale. Par rapport au prêteur, le bailleur se trouve dans une situation privilégiée en cas d'ouverture d'une procédure collective du débiteur car ce dernier ne peut interrompre le paiement des loyers sous peine de perdre l'usage du bien et le bailleur bénéficie d'un rang élevé dans la hiérarchie des paiements en vertu l'article 2232 du Code civil.

36. Le dispositif légal des nullités de la période suspecte prévu dans le cadre des procédures de redressement et de liquidation judiciaire ne permet pas suffisamment la remise en cause de ces transferts de valeur injustifiés au regard de l'ordre d'absorption des pertes³⁸.

37. La remise en cause d'une opération sur le fondement des nullités des actes réalisés durant ce qu'on appelle « la période suspecte » par une partie lésée suppose en effet que le tribunal de la procédure arrête une date de cessation des paiements du débiteur antérieure à la réalisation de l'opération contestée³⁹. Or, souvent les opérations litigieuses surviennent en amont de la date de cessation des paiements, à un stade où l'entreprise n'est pas forcément en cessation des paiements, par exemple parce qu'elle est susceptible de pouvoir encore disposer de lignes de crédit non tirées. Cette situation n'empêche pas pour autant le débiteur d'être insolvable au sens où le montant total de ses dettes peut être supérieur à la valeur de marché de ses actifs. Autrement dit, une société dite insolvable peut réaliser tout un ensemble d'actes (comme la cession rapide d'actifs « bijoux de la couronne ») dans des conditions ne permettant pas de maximiser leur prix et ce au détriment des créanciers, dans le seul but de pouvoir dégager de la trésorerie à l'approche de certaines échéances de remboursement de la dette. Dans ces conditions, la société souhaite seulement gagner du temps.

38. De plus, le type d'opérations qui tombent sous le champ d'application des nullités de la période suspecte est trop restreint pour que le régime de protection soit totalement efficace. En effet, le législateur a privilégié la forme de l'acte sur le but réellement poursuivi, puisque seuls les actes listés aux articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce sont susceptibles d'être annulés au titre des nullités de la période suspecte. Ainsi, un accord conclu entre le débiteur et l'un de ses créanciers en fraude des droits des autres

38 - V. également pour une critique, S. Vermeille et S. Bardasi, « L'intérêt de l'analyse économique du droit dans le traitement du surendettement des sociétés sous LBO », RTDF, n° 3, 2014, p. 96.

39 - La période suspecte est la période qui s'étend de la cessation des paiements à l'ouverture de la procédure de redressement ou de liquidation judiciaire, sans que cette période puisse excéder 18 mois. L'action en nullité de la période suspecte a pour objectif de réintégrer dans le patrimoine du débiteur des actifs sortis par l'effet de la réalisation d'opérations effectuées, lorsque la société était en cessation des paiements, contrairement à l'intérêt de la société et de ses créanciers en général, ou contrairement à l'intérêt de certains créanciers en particulier.

créanciers ne court pas le risque d'être annulé, s'il n'est pas listé dans l'un des deux articles précités⁴⁰.

4. La règle absolue de confidentialité est susceptible d'encourager l'entreprise débitrice à céder ses actifs dans de mauvaises conditions, faute d'organiser des procédures d'enchères ouvertes et transparentes

39. La cession d'actifs, en principe de qualité, par rapport au reste des actifs est une technique répandue chez les entreprises en difficulté afin de réduire rapidement leur niveau d'endettement. A cet égard, la règle de confidentialité peut être utile, dans la mesure où elle empêche l'acquéreur de prendre connaissance des difficultés du vendeur et d'en tirer opportunément profit en offrant un prix bas. Cependant, une cession d'actifs dans le seul but d'utiliser son produit pour réduire son endettement peut également conduire à des destructions de valeur inutiles. La règle de confidentialité peut alors servir les seuls intérêts des dirigeants actionnaires cherchant à gagner du temps en masquant les conditions de cession des actifs. À grande échelle, la vente de ces actifs de manière confidentielle et sans processus concurrentiel s'apparente davantage à une procédure de liquidation avec arrêt de l'activité de la société, qu'à une véritable mesure de restructuration. On comprend que ne pas informer tous les créanciers et les actionnaires de cessions d'actifs désordonnées peut être extrêmement pénalisant pour eux⁴¹.

40 - En outre, la loi elle-même vient réduire la possibilité pour les créanciers lésés de pouvoir remettre en cause la légalité des arrangements conclus lors de la conciliation, lorsque celle-ci a été homologuée. La loi instaurant la procédure de sauvegarde a ainsi instauré un délai butoir qui contribue à la sécurité des participants à un accord de conciliation homologué, puisque sauf cas de fraude, la période suspecte ne peut pas être reportée à une date antérieure à la décision définitive ayant homologué un accord amiable (C. com., art. L. 631-8). Or la définition de la fraude est beaucoup trop restrictive pour couvrir tous les arrangements potentiels entre les créanciers participants à la négociation et les débiteurs avec la bénédiction du conciliateur. Certes, le juge de l'homologation doit s'assurer que l'accord ne porte pas atteinte aux intérêts des créanciers non-signataires mais, en pratique, la résistance des juges à l'homologation de ce type d'accord est rare. Le juge préférera donner une chance à l'accord conclu par les parties, sous le contrôle du conciliateur. De plus, les recours contre les jugements d'homologation par les créanciers tiers à la procédure de conciliation sont également rares (C. com., art. L. 611-8), faute pour ces derniers d'avoir pu prendre connaissance des termes de l'accord dans le jugement d'homologation du tribunal (en application de l'article R. 661-2, al.2 du Code de commerce, les créanciers non signataires peuvent former tierce opposition contre le jugement d'homologation dans les 10 jours à compter de la publication au BODACC). La conciliation homologuée offre donc un outil très efficace de sécurisation des accords qui auraient éventuellement été conclus entre le débiteur et un créancier au détriment d'autres créanciers.

41 - La tentation des dirigeants de vendre les actifs de la société à bas prix pour gagner du temps et, en particulier, pour garder le contrôle de la société a été mise en évidence dans des travaux économiques. En France, cette situation a été observée à l'extrême dans l'affaire Belvédère. Les dirigeants ont poussé au démantèlement de la société, même en procédure de sauvegarde et post procédure collective, avant d'être stoppés dans leur entreprise, par l'administrateur judiciaire, une fois l'entreprise retournée en redressement judiciaire. V. S. Vermeille, R. Bourguet, A. Bézert, « L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse », 2013, RTDF n° 3, pp. 17-41.

II. La règle de confidentialité peut faire le jeu de l'actionnaire de contrôle et du dirigeant au détriment de l'entreprise en difficulté, de ses créanciers et actionnaires minoritaires

41. La règle de la confidentialité peut être utilisée pour servir les intérêts des dirigeants/ actionnaires de contrôle à l'origine pourtant des difficultés des entreprises compte tenu des erreurs de choix stratégiques par exemple. Nous verrons que la règle de confidentialité est alors susceptible d'empêcher l'émergence de solutions alternatives à celles proposées par les dirigeants/l'actionnaire de contrôle en place avec l'aide de leurs conseils. Si tel est le cas, la règle de confidentialité devient alors source de destruction de valeur pour les salariés, les créanciers ainsi que les actionnaires minoritaires, toutes les fois que l'avenir de l'entreprise nécessite un changement de gouvernance. Il est ainsi essentiel que le législateur reconnaisse que la règle absolue de confidentialité :

1) peut faire le jeu de l'actionnaire de contrôle (du dirigeant) cherchant à repousser autant que possible la date à laquelle il n'a pas d'autre alternative que de cristalliser sa perte (de démissionner) ;

2) peut conduire à un transfert par le dirigeant de l'entreprise au rabais en violation des droits des investisseurs.

1. La règle absolue de confidentialité fait le jeu de l'actionnaire de contrôle cherchant à repousser autant que possible la date à laquelle il doit cristalliser sa perte

42. Comme évoqué précédemment, la préservation des intérêts d'une entreprise en difficulté nécessite parfois une communication réduite sur l'état de sa situation financière. Par exemple, lorsqu'elle est sur le point de conclure de nouveaux contrats commerciaux importants, susceptibles de pouvoir modifier radicalement ses perspectives de rebond, l'entreprise trouve un bénéfice à entretenir une certaine opacité. Entretenir ainsi l'opacité, c'est miser sur le court terme, dans l'attente de résultats concrets positifs à venir pour l'entreprise. Dans certaines circonstances cependant, la règle absolue de confidentialité peut être contraire à l'intérêt de la société et servir plutôt les intérêts de l'actionnaire de contrôle et du dirigeant. La règle de confidentialité risque dans cette hypothèse d'entretenir l'opacité sur la situation financière de la société et pourrait conduire à reporter à plus tard la date à laquelle les actionnaires sont contraints de cristalliser leurs pertes (et donc potentiellement de perdre le contrôle de la société). Pour cette raison, il faut bien comprendre à quel moment l'entreprise en difficulté a intérêt à basculer de l'opacité à la transparence.

43. Basculer de l'opacité à la transparence, c'est accepter un changement vers une solution de long terme. Si la situation de l'entreprise s'aggrave, celle-ci devrait trouver davantage intérêt à être pleinement transparente, dans la mesure où le bénéfice à être transparent devient supérieur au coût. Le coût de l'opacité (et donc le bénéfice à être transparent) s'observe au sein d'une société, lorsque les états financiers de la société ainsi que sa communication font l'objet d'une telle défiance de la part du marché que plusieurs conséquences négatives s'observent. Ainsi, la

déficience du marché peut se traduire par le retrait des investisseurs qualifiés de long terme, ce qui peut expliquer la forte volatilité du cours action (comme de la dette) des entreprises en difficulté. La défiance du marché peut se traduire également par une proportion importante de fonds d'investissement en position de vendeurs à découvert. La fermeture de l'accès au marché primaire de la dette peut ensuite être une conséquence de la défiance du marché, compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les perspectives de l'entreprise. L'avantage que tire l'entreprise à la transparence est alors, dans ces conditions, supérieur au bénéfice qu'elle tire à dissimuler ses difficultés (il est en effet difficile de cacher dans ces conditions ses difficultés à ses fournisseurs ou partenaires). Lorsque la communication financière devient plus transparente, l'incertitude sur la valeur des instruments financiers de l'entreprise est réduite, ce qui permet aux investisseurs de mieux apprécier le risque. Il est alors possible d'entrevoir des solutions de long terme, comme une restructuration en profondeur de la dette, sous réserve que les prix des instruments de dette émis par l'entreprise soient cohérents au regard de l'opinion commune des fonds *distressed* opportunistes sur la valeur du sous-jacent (à défaut, la dette n'est pas achetée par ces fonds et ces derniers ne prennent pas le contrôle des négociations pour le compte des créanciers, ce qui est important pour favoriser les accords de restructuration lorsque la dette est éclatée entre de nombreuses mains). Sur le long terme, l'entreprise a pour toutes ces raisons, intérêt à répondre à la défiance du marché en améliorant la teneur de sa communication financière.

44. Il en va différemment de l'intérêt du dirigeant/actionnaire de contrôle de la société. L'actionnaire de contrôle d'une entreprise insolvable a en effet, quant à lui, toujours intérêt à ce que l'entreprise entretienne le plus longtemps possible l'opacité, et ce même si l'entreprise en souffre, pour les raisons suivantes. Pour commencer, il faut comprendre que plus une entreprise est en difficulté, plus le désalignement entre l'intérêt de cette dernière et l'intérêt personnel de ses actionnaires s'accroît. Un actionnaire qui a perdu la totalité ou presque de son investissement est un actionnaire susceptible de faire prendre des risques exagérés à la société, comme retarder la restructuration de la dette, jusqu'à une date proche de l'état de cessation des paiements (puisque'il n'a plus rien à perdre en cas de crise de liquidité). L'actionnaire est dit alors dans une situation d'aléa moral, au sens où il ne subit pas les conséquences de ses actes. Un actionnaire qui a virtuellement perdu son investissement est un investisseur dont le titre a une valeur d'option (dont la valeur évolue en fonction du temps, du caractère cyclique de l'activité etc.)⁴² Pour cette raison, l'actionnaire de contrôle peut personnellement avoir intérêt à continuer à entretenir l'opacité sur la situation financière dans l'espoir d'un retournement de la société. Plus la date à laquelle il est contraint de cristalliser sa perte est repoussée à plus tard, plus la valeur d'option de ses actions augmente. Pour cette raison, l'actionnaire de contrôle peut alors contraindre la société à repousser le plus loin possible la perspective d'une restructuration en profondeur de la dette de sa société, et ce, même si cela veut dire parallèlement provoquer une cession d'un grand nombre d'actifs afin de retarder la date de crise de liquidité. L'actionnaire veut à tout prix éviter une restructuration qui traduirait une cristallisation de sa perte.

42 - V. S. Vermeille, « Restructuration de dette obligataire, recapitalisation de la dernière chance et interventionnisme étatique : analyse des conséquences de l'inefficacité du droit français sur la restructuration des entreprises de taille significative », op.cit.

45. Lorsqu'une entreprise de taille significative rencontre des difficultés financières et présente de réelles chances de rebond, elle est susceptible d'intéresser une catégorie particulière d'investisseurs, poursuivant une stratégie de rachat de dette à prix décoté sur le marché secondaire de la dette. Ce rachat de dette sur le marché secondaire s'inscrit parfois dans le cadre d'une stratégie dite de *loan to own*, c'est-à-dire de conversion à terme de la dette acquise en titres de capital, un phénomène solidement implanté outre-Atlantique⁴³ et qui a récemment connu un essor en France. Les investisseurs concernés peuvent vouloir participer activement au redressement de la société s'ils estiment que la société offre un potentiel important de croissance, ce qui leur permettra de profiter d'un bénéfice substantiel, une fois actionnaires, après conversion des dettes en actions et lorsque l'entreprise aura été redressée et revendue. Le marché secondaire offre donc des perspectives de rebond à l'entreprise en difficulté par l'intervention d'investisseurs en permettant un changement de la gouvernance d'entreprise. Une étude américaine a montré que les résultats opérationnels des sociétés qui émergent d'un *Chapter 11* sont meilleurs si un investisseur spécialisé dans le retournement d'entreprise a pu prendre le contrôle de la société⁴⁴. Cette situation s'explique notamment parce que l'investisseur se sépare généralement des dirigeants pour nommer une nouvelle équipe, ce qui est de nature à rassurer les différents acteurs de la réelle capacité de rebond de l'entreprise.

46. Toutefois, pour qu'une opération de *loan to own* surviene, il est nécessaire que les prix des instruments de dette reflètent la valeur du sous-jacent telle qu'appréciée par les fonds *distressed*, spécialistes du rachat de dette à prix décoté. Si les marchés ne sont pas efficaces et le prix des instruments de dettes d'une entreprise en difficulté restent trop élevés au regard de la « juste » valeur des actifs, aucun fonds d'investissement opportuniste n'aura intérêt à acquérir les titres. Dans ce type de scénarios, les fonds d'investissement sont alors en position vendeur (ils sont dit « short »), et non porteurs des instruments de dette (ils ne sont pas « long »). Les fonds d'investissement ne prennent en effet pas de position acheteuse car il existe un doute quant à la sincérité des comptes d'un émetteur, ce qui est source d'incertitudes pour le fonds d'investissement. Si les créanciers peuvent certes accepter de prendre des paris importants, en fonction de leur appréciation du risque, ils sont toutefois averses à l'incertitude qui rend la mesure du risque difficilement quantifiable. Dans un tel scénario, même si le dirigeant, dépourvu de conflits d'intérêts à l'égard des actionnaires et des autres investisseurs, souhaite une restructuration en profondeur de la société, les négociations avec les créanciers sont très difficiles, faute d'interlocuteur spécialiste de la restructuration, comme en témoigne les négociations portant sur la restructuration de Technicolor dans le passé⁴⁵.

2. La règle absolue de confidentialité peut conduire à la cession au rabais de l'entreprise par le dirigeant en violation des droits des investisseurs

47. La règle de confidentialité peut également entraîner des destructions de valeur quand la procédure de cession est organisée par des dirigeants qui considèrent ne pas avoir de comptes à rendre, que ce soit à leurs actionnaires ou à leurs créanciers. Il est utile de rappeler à cet égard que les dirigeants n'ont pas de devoirs « fiduciaires » en droit français, vis-à-vis de leurs investisseurs contrairement aux « *fiduciary duties* » dont sont redevables les dirigeants américains et anglais à l'égard de leurs investisseurs⁴⁶. Ces droits sont importants pour contraindre les dirigeants devant les tribunaux, en cas de trop fort désalignement d'intérêts avec leurs investisseurs, à ce que les droits de ces derniers prévalent sur ceux des dirigeants (lesquels, bien évidemment, présentent souvent leurs intérêts comme alignés avec ceux de l'entreprise). Autrement dit, l'existence des *fiduciary duties* peut contraindre les dirigeants à maximiser le prix de vente de la société dans l'intérêt de leurs investisseurs, chose que les dirigeants ne sont pas obligés de faire en France, si aucun actionnaire de contrôle n'exerce de pression sur eux pour le leur imposer. Pour mesurer le danger d'un tel désalignement d'intérêts entre le dirigeant et les investisseurs, il faut revenir sur le contexte dans lequel le *prepack cession* a été créé.

48. Pendant de nombreuses années, le législateur a favorisé le redressement de l'entreprise à tout prix, comme solution de préservation de l'emploi. Or, les règles de la procédure de redressement judiciaire et la défiance des acteurs économiques à l'égard de cette procédure rendaient difficile la reprise de l'activité de l'entreprise dans de bonnes conditions. Récemment, le législateur a pris conscience qu'une cession au profit d'un repreneur pouvait être une solution davantage souhaitable⁴⁷ et le droit des faillites a évolué pour encourager l'organisation de la cession de l'entreprise en phase amiable.

49. Ainsi, aux termes de l'article L. 611-7 du Code de commerce, après avis des créanciers participants, le conciliateur peut être chargé par le débiteur d'une mission ayant pour objet la cession partielle ou totale de l'entreprise⁴⁸. Depuis l'ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014, cette cession (organisée en phase amiable par le conciliateur ou le mandataire *ad hoc*⁴⁹) peut être mise en œuvre dans le cadre d'une procédure ultérieure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire. Il s'agit là de la consécration législative de la *prepack cession*, pratique inspirée du droit anglo-saxon et notamment de la *prepack administration* anglaise. La *prepack cession* présente l'avantage de permettre aux parties prenantes de négocier et d'organiser la cession de l'entreprise rapidement dans le cadre d'une procédure amiable en amont de la procédure collective, laquelle n'est ouverte que dans l'unique but de

43 - S. Vermeille, « Peut-on prêter pour posséder (« loan to own ») en droit français ? », JCP E n° 28, 9 juillet 2009.

44 - E. S. Hotchkiss et R. Mooradian, « Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms », *Journal of Financial Economics*, 1997, 43: 401.

45 - S. Vermeille et T. François, « Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ? », JCP E 2012. 1582.

46 - J. Velasco, « The Development of Fiduciary Duties in Corporate Law » (March 27, 2009). Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1389662> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1389662>

47 - L'entreprise peut faire l'objet d'un plan de cession totale ou partielle en redressement judiciaire ou en liquidation judiciaire. La cession de l'entreprise en procédure de sauvegarde n'est en revanche pas prévue par les textes.

48 - C. com., art L. 611-7.

49 - C. com., art L. 642-2.

finaliser l'opération qui aura été arrêtée au cours de la procédure amiable. Le délai pendant lequel le débiteur fait l'objet d'une procédure collective est donc significativement réduit puisque le tribunal pourra écarter la fixation d'une date limite de dépôt des offres s'il estime que les démarches entreprises par le conciliateur ou le mandataire *ad hoc* « ont assuré une publicité suffisante de la préparation de la cession »⁵⁰. Cela signifie que le tribunal pourra écarter la mise en place d'un processus d'appel d'offres dans le cadre de la procédure collective s'il estime qu'une publicité suffisante a été assurée en phase amiable.

50. Si cette contractualisation du plan de cession en procédure collective offre un gain de temps considérable aux parties prenantes et limite par conséquent la destruction de valeur inhérente à l'ouverture d'une procédure collective, elle permet également au repreneur de se soustraire aux exigences de transparence et de mise en concurrence attachées à la cession judiciaire, tout en bénéficiant de ses avantages et notamment de l'absence de reprise du passif par le repreneur. Ainsi, lorsque l'état des difficultés de l'entreprise nécessite un changement de gouvernance et/ou d'actionnaire, ou encore l'organisation de la vente de l'entreprise, la règle de la confidentialité est susceptible de nuire à la mise en œuvre d'un processus concurrentiel dans le but de maximiser le prix de vente des actifs. Certains acquéreurs potentiels sont en effet nécessairement exclus du processus de vente s'ils ne figurent pas dans le carnet d'adresse de la banque d'affaires mandatée pour les besoins de la cession.

51. Conscient que l'organisation accélérée de la cession de l'entreprise sous le contrôle du tribunal postérieurement à des procédures amiables confidentielles est susceptible de fausser le jeu de la concurrence, le législateur a mis en place plusieurs garde-fous pour s'assurer que le processus concurrentiel n'a pas été totalement ignoré en phase amiable. Ainsi, le tribunal doit (i) vérifier qu'une publicité suffisante a été assurée par le conciliateur ou le mandataire *ad hoc* et (ii) garantir aux tiers intéressés la possibilité de formuler une offre au plus tard huit jours avant l'audience d'examen des offres⁵¹. Par ailleurs, (iii) le ministère public a la possibilité de donner un avis sur le processus de cession⁵².

53. Ces garde-fous peuvent néanmoins paraître largement insuffisants et le critère de la « *publicité suffisante* » en particulier devrait susciter d'importantes difficultés d'interprétation. Le critère n'offre aucune grille de lecture quant au degré de mise en concurrence qui devra être assuré et laisse une marge d'appréciation importante au juge. Or, faute d'un processus concurrentiel suffisant, le prix proposé pour la cession partielle ou totale de l'entreprise risque de ne pas être maximisé et ce, au détriment des créanciers⁵³. Cette diminution du prix de cession d'actifs complexes, susceptible de résulter du *prepack cession*, peut également avoir des conséquences négatives pour les entreprises du même secteur, puisque les actifs similaires qu'ils détiennent risquent à leur tour d'être dévalorisés⁵⁴.

50 - C. com., art R. 642-40, al.4.

51 - C. com., art R. 642-1, al.3.

52 - C. com., art. L. 642-2, al.2.

53 - P. Guyomar^h, « Les risques du prepack cession », Bull. July 2015, n°6, p. 389.

54 - M. Simkovic, « Secret liens and the financial crisis of 2008 », American Bankruptcy Law Journal, Vol. 83, p. 253, 2009.

54. Cette situation est d'autant plus grave que la jurisprudence a admis que le dirigeant ne commettait pas de faute en n'informant pas ses actionnaires de l'existence d'une procédure de conciliation, et ce, en dépit des dispositions du pacte d'actionnaires⁵⁵. Or, il arrive parfois que l'actionnaire soit en situation de pouvoir proposer des solutions qui permettraient d'éviter une vente au rabais de l'entreprise. Appliqué de manière générale, ce principe permet au dirigeant de s'affranchir complètement de la tutelle de ses actionnaires, alors même que bien souvent les difficultés de l'entreprise résultent d'erreurs du dirigeant, qui a particulièrement besoin, dans ce type de situations, de pouvoir être accompagné. Le dirigeant a ainsi toute latitude de choisir des solutions qui peuvent conduire à une aggravation du coût des difficultés pour les actionnaires. Cette situation est susceptible de survenir dans les sociétés non cotées et au capital relativement dispersé⁵⁶.

55. Ceci étant dit, on notera toutefois que les règles relatives au *prepack cession* semblent protéger les créanciers du risque d'une expropriation totale en cas de cession à vil prix⁵⁷, contrairement à ce qu'on a pu voir au Royaume-Uni à une certaine époque. En France, l'homologation du plan par le tribunal et la supervision du processus par le conciliateur semblent être des garde-fous contre un risque d'éviction.

55 - Cour d'appel de Paris, 15 mai 2014, n°13/07123. En l'espèce, il s'agissait d'éviter que l'actionnaire puisse demander le remboursement anticipé de ses obligations convertibles du seul fait de l'ouverture de la procédure de conciliation. Depuis, l'article L. 611-16 du Code de commerce issu de l'Ordonnance n° 2014-326 du 12 mars 2014 dispose qu'est réputée non écrite toute clause qui modifie les conditions de poursuite d'un contrat en cours en diminuant les droits ou en aggravant les obligations du débiteur du seul fait de la désignation d'un mandataire ad hoc ou de l'ouverture d'une procédure de conciliation.

56 - Le *prepack cession* doit être rapproché de la pratique anglaise de *prepack administration* permettant la négociation et la préparation de la cession d'une entreprise en difficulté en amont de la saisine de l'administrateur (*insolvency practitioner*), puis la conclusion de la vente très rapidement après la nomination de l'administrateur sans implication du tribunal. Le *prepack administration* a fait l'objet de vives critiques outre-Manche en raison notamment (i) du manque de transparence du processus de vente, (ii) de l'absence de processus concurrentiel et (iii) du risque de dérives puisque la vente s'effectue généralement sans le consentement des créanciers non munis de sûretés (*unsecured creditors*) et que les cessionnaires sont souvent les anciens associés ou dirigeants de la société en difficulté ayant parfois participé à la déconfiture de cette dernière. Même si contrairement au *prepack* à la française, la cession ne fait l'objet d'aucun contrôle par le tribunal, la pratique a pris la mesure des difficultés suscitées par le caractère occulte du *prepack administration* et des mesures de *soft law* ont été adoptées. C'est ainsi qu'a été publié en janvier 2009, le *Statement of Insolvency Practice - SIP 16* (révisé en 2013) contenant un guide des bonnes pratiques à destination des administrateurs les incitant notamment à expliquer aux créanciers, avant la réalisation de la vente, les raisons pour lesquelles un *prepack administration* a été choisi et de détailler les mesures de publicité qui ont été réalisées ainsi que l'évaluation de l'entreprise qui a été faite. La récente *Graham Review* a également publié plusieurs principes directeurs visant à renforcer de manière significative la transparence et le caractère concurrentiel du processus de *prepack administration*. Le législateur français aurait été bien inspiré de tirer les leçons des critiques nombreuses adressées au *prepack administration* et d'encadrer plus strictement le *prepack cession* à la française afin d'éviter un dévoiement du principe de transparence qui doit pourtant prévaloir en matière de cession judiciaire. *Graham Review into Pre-pack administration*, 16 juin 2014.

57 - J.-P. Tribe, « Corporate Insolvency in England and Wales - Phoenix Companies: Do Directors Learn From Failure? » Final Report (16 January, 2009). Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1329120>

III. L'amélioration de la procédure collective faciliterait la mise en œuvre d'un principe de transparence

56. La règle absolue de confidentialité des procédures de mandat *ad hoc* et de conciliation comporte ainsi de très nombreux effets pervers sous-estimés par les acteurs de la procédure collective. Instaurer un principe général de transparence dans le cadre des mandats amiables serait plus aisé si la procédure collective était tout simplement plus attractive du point de vue de l'entreprise et de ses investisseurs. Une revalorisation de l'intérêt des procédures collectives est ainsi nécessaire. Cette revalorisation suppose essentiellement que la procédure collective devienne plus efficace au sens économique du terme (1). Nous verrons que la proposition de directive européenne va dans le bon sens, en instaurant des cadres de restructuration efficaces. Elle manque cependant de se pencher sur la question de la transparence des procédures, empruntant ainsi la voie dangereuse poursuivie par le droit français au niveau des procédures de pré-insolvabilité (2).

1. Des procédures collectives plus efficaces : préalable nécessaire à la consécration d'un principe de transparence dans les mandats amiables

57. Les difficultés que nous avons exposées militent pour l'abolition la règle absolue de confidentialité des mesures amiables de prévention des difficultés. Pour éviter les disparités de traitement entre les créanciers et encourager la concurrence entre les investisseurs, il paraît souhaitable de retirer au débiteur la possibilité de choisir discrétionnairement d'inclure tel ou tel créancier dans les négociations. Il devrait être possible, par exemple, de permettre systématiquement aux pourvoyeurs de crédit régulés en France d'avoir accès, via une plateforme, à l'information concernant toutes les procédures de mandat *ad hoc* et de conciliation, en échange de la signature d'accords de confidentialité. Cette mesure augmenterait nécessairement la concurrence sur le marché du crédit aux entreprises en difficulté.

58. L'abandon de la règle absolue de confidentialité dans les mandats amiables ne doit pas conduire à l'instauration d'une règle de transparence absolue imposée en toutes circonstances. Il est inutile d'alerter les fournisseurs et les clients de la société tant que l'entreprise ne peut clairement communiquer sur la manière dont elle compte pouvoir rebondir. Lorsque qu'elle communique sur l'ampleur de ses difficultés, l'entreprise doit également pouvoir envoyer un signal positif à ses créanciers et au marché afin de montrer qu'elle a pris la mesure de l'étendue des difficultés et qu'elle met en œuvre les mesures appropriées pour les résoudre.

59. Cependant, en l'état actuel du droit français des procédures collectives, aucun signal positif ne peut être envoyé pour compenser l'annonce de l'ouverture de négociations avec les créanciers financiers. Les parties n'ont pas confiance en la capacité des parties d'aboutir à un accord pérenne permettant de faire émerger l'entreprise. L'existence de difficultés financières et donc d'une possible procédure collective, marquée par un taux élevé de re-

chute⁵⁸, pour les raisons que nous évoquons après, agit en effet comme un épouvantail et conduit bien souvent les fournisseurs à cesser leurs relations contractuelles avec le débiteur. Les conséquences sont importantes pour les parties bien en amont de la procédure collective. Ainsi, savoir que les banques de leur débiteur s'emploient à trouver une solution en prévention n'est pas de nature à rassurer leurs fournisseurs sur la viabilité à long terme du débiteur. En effet, les banques du débiteur en procédure de conciliation n'ont souvent pas d'autre choix, dès lors que le montant de leurs créances est importante, que de négocier. Un accord en prévention est en effet toujours vécu, de leur point de vue, comme une mesure plus positive qu'un plan adopté en procédure collective, dans la mesure où le plan de redressement ou de sauvegarde peut être imposé à tous les créanciers, y compris les créanciers titulaires de sûretés. Dès lors, l'annonce des difficultés de l'entreprise est toujours vécue comme un événement négatif, dont l'effet ne peut être atténué par l'annonce concomitante d'une négociation amiable avec les créanciers financiers. L'annonce de l'existence de négociations ne peut en effet être un indice que les banques croient en la pérennité de l'entreprise défaillante.

60. Compte tenu de la crainte que suscite chez les partenaires la perspective d'une éventuelle procédure collective, la tentation pour un débiteur de maintenir une règle absolue de confidentialité est grande. Plutôt que d'encourager la confidentialité, il nous paraît préférable de plaider en faveur d'une réforme significative des différentes procédures collectives, afin de rétablir la confiance des différents acteurs économiques, ce qui suppose de renforcer l'efficacité des procédures collectives.

61. La consécration d'un principe de transparence en droit français est, selon nous, subordonnée à l'efficacité des procédures collectives qui requiert (i) la mise en place d'un meilleur diagnostic quant à la viabilité économique d'une entreprise et (ii) une plus grande efficacité dans la restructuration du bilan des entreprises insolubles (*nous ne développons pas ce point dans cet article mais mettons simplement en avant les statistiques*).

62. Le droit français doit se doter des outils juridiques permettant d'opérer un tri entre deux types de débiteurs en difficulté. D'une part, les débiteurs économiquement viables ayant un réel potentiel de retournement mais qui font face à un endettement trop important. Ces débiteurs doivent être restructurés. D'autre part, les débiteurs économiquement non viables dont les difficultés sont structurelles qui n'offrent pas de perspectives de rebond. Ces débiteurs doivent être liquidés.

63. Avec une ligne claire entre ces deux types de débiteurs, la règle absolue de la confidentialité des procédures amiables perdrait une partie de sa justification : il y aurait moins de raisons de masquer les difficultés du débiteur. Les fournisseurs des débiteurs accepteraient plus facilement de s'en remettre davantage à la décision d'autres acteurs, à commencer par les créanciers financiers et les tribunaux, avant d'interrompre leur soutien au débiteur. La négociation avec les établissements bancaires en vue d'une restructuration de la dette devrait être en effet un signal encourageant pour les fournisseurs du débiteur.

64. Ainsi, s'il est établi que le débiteur n'est probablement pas une entreprise viable, l'annonce des premières difficultés suffisamment en amont a pour mérite d'éviter la

58 - V. les statistiques de l'assureur-crédit Euler Hermès ci-après.

constitution de passifs fournisseurs dont on sait par avance qu'ils ne pourront être réglés. Si au contraire le débiteur est une entreprise viable mais financièrement insolvable, l'annonce des difficultés a le mérite de permettre à la collectivité des créanciers de trouver une solution, plutôt que de permettre au débiteur de s'engager dans des arrangements opaques avec certains créanciers qui peuvent mettre en danger sa pérennité sur le long terme et privilégient une catégorie de créanciers par rapport à une autre, en violation des accords de départ.

65. À ce jour, les statistiques montrent que les procédures collectives ne sont pas efficaces et n'assurent pas la pérennité sur le long terme des entreprises. En France :

- 28 % des procédures de sauvegarde ont fait l'objet d'une conversion en liquidation judiciaire en 2014⁵⁹ ;
- près de 60 % des redressements judiciaires ont été convertis en liquidation judiciaire en 2016⁶⁰ ; et
- le taux de rechute cinq ans après avoir émergé d'une procédure collective est de 65 % pour les entreprises qui émergent du redressement judiciaire et de 50 % pour les entreprises qui émergent de la procédure de sauvegarde selon les chiffres d'Euler Hermès⁶¹. Au niveau national, ces taux sont nécessairement plus élevés, puisque les entreprises qui s'assurent auprès d'Euler Hermès contre le défaut de leurs propres clients, le font parce que leurs clients sont d'une taille relativement significative et donc, plus susceptibles de se sortir de leurs difficultés que les entreprises de taille plus modeste.

66. L'inefficacité de la procédure collective ne peut être la seule cause de ces rechutes et d'autres éléments exogènes devraient être mis en exergue. Néanmoins, ces chiffres doivent être mis en perspective avec le taux de rechute beaucoup moins important du *Chapter 11*⁶². Si le taux de conversion du *Chapter 11* en *Chapter 7* (procédure liquidative) est de 21 % sur un échantillon d'entreprises cotées⁶³, il est supérieur à 50 % pour les PME⁶⁴.

67. L'inefficacité des procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire explique donc cet attrait pour les mesures dites préventives et la confidentialité puisqu'elle permet d'éviter la perte de soutiens indispensables au développement de l'activité. Dans cette perspective, le principe de confidentialité n'est pas le gage d'une prévention réussie, mais un pis-aller dont l'inefficacité de nos procédures collectives a justifié la consécration en droit français. En d'autres termes, l'inefficacité du droit des

59 - Deloitte – Altares, « L'entreprise en difficulté en France. Dans l'antichambre de la reprise », mars 2015.

60 - Deloitte, « L'entreprise en difficulté en France en 2016, un équilibre fragile », mars 2017.

61 - Statistiques de l'assureur-crédit Euler Hermès, disponibles sur demande.

62 - Entre 1983 et 2013, environ 18,5% des entreprises qui émergeaient d'une procédure de Chapter 11 se plaçaient à nouveau sous la protection du tribunal dans les années suivantes, V. E. Altman, « Revisiting the Recidivism-Chapter 22 Phenomenon in the U.S. Bankruptcy System », 8 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. (2014).

63 - E. Hotchkiss, K. John, K. Thorburn, et R. Mooradian, « Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress » (janvier 2008). Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1086942>.

64 - E. Morrison, « Bankruptcy Decision making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies » (25 Janvier, 2006), Columbia Law and Economics Working Paper No. 239. Disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=880101>.

procédures collectives a rendu nécessaire l'adoption du principe de confidentialité absolue des mesures préventives, au détriment du principe de transparence. Il en résulte que si l'efficacité du droit des procédures collectives était renforcée, l'abandon d'une règle absolue de confidentialité des mesures dites préventives ne prêterait plus à aucun débat.

2. La proposition de directive européenne : une opportunité pour le législateur français de renforcer l'efficacité des procédures collectives, une occasion manquée de mettre l'accent sur l'impératif de transparence des procédures coercitives

68. La proposition de directive de la Commission Européenne du 22 novembre 2016 nous offre l'opportunité de renforcer significativement l'efficacité de notre droit des procédures collectives. Après plus de deux ans de négociation, et de nombreuses modifications de la part du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne⁶⁵ laissant une marge de manœuvre importante au États membres dans la transposition des cadres préventifs de restructuration, la proposition est aujourd'hui revenue devant la Commission européenne. Nous espérons que cette directive sera adoptée avant le renouvellement du Parlement européen au mois de mai 2019.

69. Parmi les principales avancées de la proposition de directives pour améliorer la prévisibilité et l'efficacité de notre droit des entreprises en difficulté⁶⁶ :

- L'adoption de l'« *absolute priority rule* » selon laquelle une classe dissidente de créanciers doit être intégralement désintéressée avant qu'une classe de rang inférieur dans la hiérarchie des paiements ne puisse bénéficier des répartitions ou conserver un intérêt dans le cadre du plan de restructuration ;
- La constitution de classes de créanciers pour l'adoption des plans de restructuration en fonction de la similitude de leurs droits et du rang de leurs créances dans la hiérarchie des paiements (contrairement au droit français actuel qui classe les créanciers selon la catégorie à laquelle ils appartiennent – établissement de crédit et assimilés, principaux fournisseurs, obligataires) ;
- Exclusion du vote des créanciers non affectés par l'adoption d'un plan de restructuration – lors de l'approbation du plan, seules les parties affectées par le plan doivent être en situation de voter ;
- Adoption du « *best interest test* » empêchant qu'un créancier dissident au sein d'une même classe de créanciers ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan de restructuration que celle qu'il connaîtrait dans le cas d'une liquidation ;
- Instauration d'un « *cross-class cram-down* » – lorsque le consentement de chaque classe participant au vote du plan n'est pas obtenu, possibilité, sur la base de la valeur de l'entreprise en continuation, d'évincer des classes entières de créanciers et d'actionnaires à certaines conditions.

65 - Dernière version proposée par le Conseil de l'Union européenne en date du 1er octobre 2018, disponible sur <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12536-2018-INIT/en/pdf>.

66 - S. Vermeille et T. Jauffret, « Enfin un droit de la restructuration efficace », LPA, 28/08/2017, n° 171, p. 5.

70. Un changement de grande ampleur devrait intervenir dans les prochains mois puisque le projet de loi relatif à la croissance et à la transformation des entreprises (loi PACTE) prévoyant la réforme du droit des entreprises en difficulté conformément aux dispositions de la proposition de directive européenne du 22 novembre 2016⁶⁷ a été adopté en première lecture par l'Assemblée nationale le 9 octobre 2018.

71. Ce changement pourrait ainsi considérablement renforcer le poids des créanciers titulaires de sûretés. Désormais, un plan de continuation ne pourrait plus leur être opposé sans leur accord, s'ils sont affectés par le plan. Dans ces conditions, l'accès au financement bancaire pourrait être amélioré et, par ricochet, les entreprises seraient alors moins dépendantes du crédit fournisseur. Il convient à cet égard de noter que les travaux académiques ont mis en évidence que l'importance du crédit fournisseur dans le financement de l'économie est inversement corrélée à la qualité de la protection des droits des créanciers financiers. Autrement dit, plus un système protège les droits des créanciers financiers, moins l'entreprise aura besoin de se financer au moyen du crédit fournisseur⁶⁸.

72. Par ailleurs, l'adoption des principes dictés par la Commission européenne aurait pour effet de favoriser l'utilisation de la procédure collective comme un moyen de favoriser la restructuration opérationnelle des sociétés. En effet, favoriser la restructuration opérationnelle ne nécessite pas seulement la possibilité de mettre fin aux contrats jugés trop onéreux pour l'entreprise, mais aussi de pouvoir éteindre la créance des partenaires commerciaux résultant de l'interruption anticipée du contrat. Cette créance ne peut être éteinte que si la valorisation de l'entreprise réalisée en procédure collective justifie l'éviction des créanciers chirographaires, au bénéfice des créanciers *senior*. C'est donc sous réserve de l'incorporation de ces principes en droit français que l'opacité des procédures de conciliation et de mandat *ad hoc* pourra valablement laisser place à un principe salvateur de transparence.

73. Toutefois, on peut regretter que la directive n'ait pas insisté sur l'impératif d'assurer la transparence. En effet, la proposition de directive ne comporte aucune disposition favorisant la transparence, en dépit des recommandations de la doctrine internationale⁶⁹. Faute pour la France, mais aussi les autres États Membres d'embrasser pleinement une culture de la transparence similaire à la culture qui prévaut aux États-Unis, le chemin sera encore long avant que les marchés financiers puissent pleinement se développer en Europe continentale. Le retournement attendu du cycle nécessiterait pourtant que l'Europe accélère le pas. Il devient de plus en plus urgent de réduire la proportion du financement bancaire dans notre économie. ■

67 - Projet de loi Pacte du 19 juin 2018, article 64.

68 - P. Santella, « The Legal Cost of Trade Credit », European Securities and Markets Authority », disponible sur www.ssrn.com. V. également, A. Demirgüç-Kunt et V. Maksimovic, « Firms as financial intermediaries, evidence from trade credit data », Policy Research Paper 2696, disponible sur www-wds.worldbank.org. Les économistes de la Banque Mondiale sont également parvenus à la conclusion que l'importance du crédit inter-entreprises dans le financement de l'économie peut être liée à l'incapacité de l'environnement juridique à protéger suffisamment les droits des établissements bancaires.

69 - European Law Institute, « Rescue of Business in insolvency Law », 2017 ; Recommandation 7.04 recommandant pour une cession de l'entreprise d'établir des standards et règles pratiques relatives à la transparence du processus de négociation avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité formelle.