



**Conférence du 18 décembre 2015  
organisée par l'Institut Louis Bachelier**

**Présentation et discussion autour de la publication de Droit & Croissance<sup>1</sup>  
« Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans  
l'intérêt de l'Union bancaire<sup>2</sup> »**

*La séance est ouverte à 8 h 45.*

**Ingrid LABUZAN.**

L'harmonisation du droit du crédit est une question encore largement sous-estimée par les pouvoirs publics. Pourtant, les problèmes qui y sont liés sont de taille puisqu'ils concernent les entreprises, les banques et même les États. Nous allons pour commencer écouter les recommandations de Sophie Vermeille, auteur d'un article publié dans *Opinions et Débats*, intitulé « Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire ».

---

<sup>1</sup> Droit & Croissance (Rules for Growth) ([www.droitetcroissance.fr](http://www.droitetcroissance.fr)) est un institut indépendant et non-partisan ouvert aux juristes et aux économistes, et plus généralement aux acteurs privés, partageant son ambition de réaliser et vulgariser des études dans le domaine du droit, de l'économie et de la finance. La mission de Droit & Croissance est d'interpeller les acteurs publics et privés et de nourrir les débats de la société civile pour faire valoir l'importance de l'analyse économique du droit (Law & Economics) comme vecteur d'efficacité économique. Droit & Croissance s'attache à combler le retard de la recherche universitaire française aux croisements des disciplines du droit, de l'économie et de la finance, responsable, selon nous, de l'inadaptation relative du système juridique à l'évolution de l'économie et de la finance en France. L'indépendance de Droit & Croissance est assurée exclusivement par le soutien de ses membres et de ses bienfaiteurs.

<sup>2</sup> - S. BARDASI, A. BEZERT, A. SALORD et S. VERMEILLE, *Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire*, RTDF, n°3, 2014, p 83

Sophie Vermeille est fondatrice du *think tank* français Institut Droit & Croissance, dont le but est d'améliorer l'attractivité du régime juridique français et européen à la lumière des enseignements de l'analyse économique du droit. Elle est également avocate en *corporate* et en *restructuring* au sein du cabinet DLA Piper, chercheur et chargée d'enseignement à l'Université Paris II.

Nous débattons ensuite avec un panel d'invités. Nous sommes entourés de deux économistes, d'un avocat et d'un financier :

- Jacques DELPLA, enseignant associé à l'École d'économie de Toulouse, a été conseiller économique au cabinet du Ministre des Finances, auprès du gouvernement russe également, chef économiste de Barclays Capital France et membre du Conseil d'analyse économique. Il est diplômé de l'ENS, de l'ENSAE et agrégé de sciences sociales.
- Guillaume PLANTIN enseigne l'économie à Sciences Po, après avoir enseigné à l'École d'économie de Toulouse. Il est membre du Conseil d'analyse économique. Il est diplômé de Polytechnique, de l'Université de Toulouse Capitole et membre de l'Institut des actuaires français.
- David CHIJNER est avocat au barreau de Paris et *Barrister* en Angleterre et au Pays de Galles. Il est avocat au sein du cabinet DLA Piper, après avoir été responsable des restructurations en Europe dans le cabinet Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson. Il a étudié en France, au Royaume-Uni et en Italie.
- Vincent PANSARD travaille dans le *high yield* depuis dix ans. Il est actuellement chez Aurel BGC, après avoir été chez BNP Paribas Asset Management et chez Calyon au Royaume-Uni. Il est diplômé de l'ESSCA.

**Sophie VERMEILLE.** J'ai écrit l'article cité précédemment avec trois coauteurs avec qui je travaille régulièrement : Saliha Bardasi, Adrien Bézert et

Aude Salord, tous trois membres de Droit & Croissance. Compte tenu de l'actualité, nous avons décidé d'élargir la présentation, au-delà de la question de l'Union bancaire, à l'Union des marchés de capitaux. Il s'agit d'un argument supplémentaire en faveur d'une harmonisation du droit du crédit, que nous entendons comme comprenant le droit des faillites et le droit des sûretés.

Personne n'ignore que, depuis 2008, la crise financière perdure et s'est même transformée en crise économique, davantage structurelle que conjoncturelle. La première réaction des pouvoirs publics au niveau européen, qui est logique suite à la crise financière, a été de modifier la régulation bancaire, afin de mettre fin à un cercle vicieux très problématique pour l'Europe. En effet, plus les établissements financiers sont fragilisés compte tenu de la crise, plus les États souverains, qui leur accordent une garantie implicite, sont fragilisés et plus, en conséquence, les établissements financiers dépendant de ces États souverains sont eux-mêmes fragilisés dans la mesure où ils détiennent des titres des États souverains dans leur portefeuille.

Il existe donc une corrélation très forte entre l'accès au crédit des entreprises et la fragilité des finances des États souverains. Face à cette situation, les pouvoirs publics à Bruxelles, ainsi que ceux du monde entier, ont pris de nombreuses mesures, essentiellement en matière de régulation bancaire. Celles-ci ont principalement porté sur trois aspects : 1°, une réforme des règles prudentielles, qui ont pour objectif de forcer les établissements bancaires à renforcer leurs fonds propres afin de mieux absorber les chocs liés aux crises futures, 2°, une amélioration de la supervision bancaire – nous l'avons vu récemment avec la mise en place de l'autorité européenne de supervision bancaire installée à Francfort – et 3° un nouveau mécanisme de résolution des défaillances bancaires ayant pour objectif d'éviter que les États souverains ne renflouent les établissements bancaires au bénéfice de leurs créanciers.

Néanmoins, depuis plusieurs mois, et en particulier depuis l'arrivée de la commission Juncker, il existe une prise de conscience grandissante sur le fait que la réponse apportée à la crise ne peut pas se limiter à de la réglementation bancaire et qu'il faut absolument aussi s'intéresser plus largement au droit du crédit et donc au droit des faillites et au droit des sûretés applicables aux sociétés non financières.

Dès mars 2014, on observe une prise de conscience de l'existence d'une grande variabilité des taux de recouvrement des créanciers dans les différents États membres, cette grande variabilité conférant un avantage concurrentiel significatif à certaines entreprises en terme d'accès au crédit, selon l'État membre dans lequel ces entreprises se situent. Alors que la législation européenne en matière de droit des faillites pour les sociétés non financières se limitait jusqu'à présent à la question de savoir quel Etat était compétent pour ouvrir une procédure collective – la France, l'Italie ou l'Angleterre par exemple – depuis mars 2014, l'idée de faire converger au sein de l'Union européenne les règles de fond en matière de droit des faillites fait son chemin. Cela dit, nous sommes encore très loin de parvenir à un tel objectif.

Nous défendons dans notre publication l'idée que l'amélioration du fonctionnement de l'Union bancaire et en particulier des règles prudentielles requiert que les pouvoirs publics européens s'intéressent davantage au droit des faillites et au droit des sûretés . S'intéresser à ces sujets revient à s'interroger sur la manière de faire en sorte que le niveau de fonds propres imposé aux banques, afin de limiter les chocs, soit davantage calibré en fonction du risque de contrepartie que subissent les établissements bancaires prêteurs. L'idée n'est pas de dire que le niveau de fonds propres doit être exclusivement calibré en fonction des risques de contrepartie, c'est à dire les risques liés à la défaillance des contreparties des banques : les emprunteurs. L'idée est de dire que si nous voulons améliorer les règles prudentielles, le risque de contrepartie étant un

paramètre important à prendre en compte, il faut faire en sorte que le risque de contrepartie que subit chacun des établissements bancaires puisse être mieux appréhendé au niveau européen, ce qui suppose de s'intéresser davantage au droit des faillites et au droit des sûretés. De cette manière, le niveau de fonds propres demandé aux banques pourra être mieux adapté en fonction de la réalité du risque de contrepartie. Tant qu'on n'adopte pas cette approche, on est en droit de se demander si, par exemple, lorsque le superviseur bancaire européen a procédé à une évaluation de la qualité des actifs de toutes les banques européennes – *l'asset quality review* -, cette analyse a réellement été pertinente, compte tenu de la grande diversité du droit des faillites et du droit des sûretés dans les États membres. Il faut bien comprendre qu'il s'avère extrêmement difficile pour le superviseur et les personnes qui agissent en son nom d'évaluer la perte en cas de défaut de l'établissement considéré en fonction du lieu d'établissement de sa contrepartie, dès lors que les droits des faillites et les droits des sûretés sont différents.

C'est, là, le premier point que nous mettons en avant dans notre publication. L'amélioration de la qualité des règles prudentielles passe par une harmonisation, au niveau européen, des règles permettant de déterminer le risque de contrepartie. Cette condition n'est cependant pas, à elle seule, suffisante, car, pour pouvoir davantage adapter la réglementation prudentielle au risque de contrepartie, le droit du crédit, c'est-à-dire le droit des faillites et le droit des procédures collectives, doivent être efficaces. Cela signifie qu'il est nécessaire de faire en sorte que le droit permette que la perte du créancier en cas de défaut soit le plus possible corrélée à l'état des difficultés du débiteur et au rang de priorité du créancier dans l'ordre d'absorption des pertes.

Vous n'ignorez pas que les créanciers ont une appétence au risque qui diffère. Aussi, en fonction de cette dernière, choisissent-ils un risque et un rendement qui diffèrent. Certains prendront un titre de créance *senior secured*, par exemple,

le plus haut : *senior* par rapport à d'autres qui décident d'être *junior*, avec des sûretés. Si le droit du crédit n'est pas efficace, il existe d'autres paramètres que l'état des difficultés de l'entreprise et l'ordre d'absorption des pertes qui est convenu au départ entre les investisseurs qui ont un impact sur la perte du créancier en cas de défaut du débiteur. Si la condition d'efficacité du droit n'est pas remplie, il existera alors forcément une décorrélation entre le niveau des fonds propres que les banques doivent avoir dans leur bilan et la réalité du risque de contrepartie qu'elles subissent. Nous considérons que l'harmonisation au niveau européen n'est pas suffisante pour améliorer l'efficacité de l'Union bancaire ; il faut également rendre le droit du crédit plus efficace.

Sur la question spécifiquement de l'ordre d'absorption des pertes. Cet ordre est fixé par exemple en fonction des contrats de subordination, aux termes duquel vous, créancier *junior*, vous vous engagez à être remboursé après un créancier *senior*. De plus en plus, notre droit commence à comprendre qu'il faut respecter ces contrats-là en procédure collective et encore, notre droit ne garantit pas l'application totale du contrat. Un autre élément à prendre en compte dans l'établissement de l'ordre d'absorption des pertes, est le rang de priorité conféré par le fait même d'avoir une sûreté réelle, ce que les économistes appellent un « collatéral ». Ceci, le droit français ne le prend pas du tout en compte.

Si vous êtes dans un État qui décide que l'ouverture d'une procédure collective n'entraîne pas un arrêt des poursuites, ce qui est le cas dans nombre de pays du monde, les créanciers titulaires de sûretés peuvent aller saisir l'actif sous-jacent. En France c'est différent. Depuis 1985, la France a fait le choix, comme les États-Unis depuis plus longtemps encore, de considérer que l'ouverture d'une procédure collective entraîne un arrêt des poursuites, lequel s'applique aux créanciers titulaires de sûretés comme aux créanciers qui n'ont pas de sûretés. À ce moment-là, est-il possible de faire respecter le rang de priorité des créanciers titulaires de sûretés ? Il est notable que dans le *Chapter 11*, même en cas d'arrêt

des poursuites, ce rang de priorité peut être respecté. Il est perçu comme important qu'il le soit et ce, même sans remettre en cause le principe de l'arrêt des poursuites, c'est-à-dire sans qu'il soit besoin de permettre systématiquement aux créanciers d'aller saisir l'actif. Pour garantir le respect du droit de priorité, il faut garantir que la valeur économique de la créance du créancier détenteur d'une sûreté n'est pas affectée par la défaillance du débiteur tant que les actionnaires et les créanciers qui n'ont pas ces sûretés n'ont pas absorbé les pertes, donc tant qu'ils n'ont pas été évincés de l'entreprise, et ce, même si la société survit.

Je ne sais pas si certains d'entre vous sont familiers avec le mécanisme du *bail-in*, c'est-à-dire une des mesures permettant de résoudre les défaillances bancaires mis en place par la France l'année dernière. Ce qui a été mis en place dans les faillites pour les banques, c'est ce que nous voudrions voir pour les sociétés non financières avec les ajustements qui s'imposent. Vous regardez l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes, vous classez vos créanciers, vous mettez tout en haut les créanciers *senior* et encore plus haut ceux qui ont des sûretés, vous descendez la chaîne des créanciers, il y a ensuite les créanciers qui n'ont pas de sûreté dits « chirographaires » et, tout en bas, vous avez les créanciers *junior*. Cela fait, vous permettez en procédure collective, sur la base de la valorisation qui est faite de l'entreprise, d'évincer les investisseurs, en commençant par le bas évidemment, autrement dit en commençant par les actionnaires. C'est de cette manière que vous garantissez au créancier titulaire de sûretés qu'il sera vraiment protégé. L'accès au crédit pour les entreprises sera amélioré en conséquence. C'est très important. Vous pourrez également garantir en même temps au débiteur que, par l'effet de l'arrêt des poursuites, s'il est viable, s'il y a de la valeur, il ne sera pas démantelé par l'effet de la mise en œuvre des sûretés que détiennent les créanciers et qu'il pourra continuer à être protégé dans la procédure collective. Cela n'est absolument pas

compris en France, aujourd'hui. Dans la plupart des pays d'Europe, la question ne s'est pas posée car il n'existe que des procédures de liquidation judiciaire. Cela dit, des pays comme les Pays-Bas sont en train de faire une réforme majeure du droit des faillites, et d'introduire une procédure de redressement judiciaire qui va respecter le principe que je viens d'énoncer. De ce point de vue, les hollandais reprennent les règles adoptées par les américains.

En résumé, si nous voulons que le niveau de fonds propres que l'on impose aux banques soit davantage adapté au risque de contrepartie, tout en reconnaissant que le niveau des fonds propres ne dépend pas seulement du risque de contrepartie, puisque ce n'est plus le cas depuis la nouvelle réglementation prudentielle, il est absolument nécessaire de mieux appréhender le risque de contrepartie. Pour cela, il faut deux choses. Premièrement, dès lors qu'on dispose d'une réglementation européenne pour les banques, il faut envisager une réglementation européenne du crédit pour les sociétés non financières. Deuxièmement, les États européens doivent faire un énorme travail pour comprendre comment le droit du crédit doit être davantage efficace, ce qui suppose de comprendre les règles que je viens d'évoquer. Ces dernières sont extrêmement difficiles à saisir pour les juristes. C'est plus aisé pour les économistes qui ont vu cela toutes ces dernières années en s'intéressant aux règles relatives aux mécanismes de résolution des défaillances bancaires.

J'ai parlé de l'Union bancaire, mais compte tenu de l'actualité, j'ai décidé de développer un peu la présentation sur l'Union des marchés de capitaux, qui est le nouveau projet ambitieux de la Commission européenne. La Commission Juncker est entrée en fonction en novembre. Elle a fait une annonce assez rapidement, laquelle donne une nouvelle dimension à cet enjeu. Le nouveau commissaire aux Services financiers et à l'Union des marchés de capitaux, Jonathan Hill, déclare que son objectif est la mise en place d'une Union des

marchés de capitaux, au service, en particulier, des grosses PME et ETI pour favoriser le développement des marchés obligataires en Europe.

Comme le montre la toute dernière note du Conseil d'analyse économique (CAE) à laquelle a participé Guillaume Plantin sur le financement des PME<sup>3</sup>, il existe une énorme différence entre les États-Unis et l'Europe dans ce domaine. Outre-Atlantique, les sociétés de taille moyenne lèvent cinq fois plus de financements externes sur les marchés financiers que leurs équivalentes en Europe. 80 % des entreprises européennes se financent par les banques, lorsqu'elles recherchent un financement par la dette, 20 % seulement ont accès au marché obligataire, alors que ce ratio est à peu près inversé aux États-Unis. Dans le contexte actuel, même si nos banques se sont restructurées, même si l'*asset quality review* va conduire le superviseur européen à imposer d'autres restructurations pas tellement en France mais par exemple en Allemagne au niveau des banques régionales, nous savons tous que la capacité des banques à financer notre économie dans le futur afin de permettre un véritable rebond est une vraie question. Avoir un meilleur accès aux marchés financiers et, en particulier, aux marchés obligataires est un enjeu important du point de vue des entreprises.

En France, nous observons une petite évolution en ce moment sur les marchés obligataires. Pour les entreprises de taille moyenne et les grandes entreprises, nous relevons une légère variation en termes d'accès au financement en faveur du marché obligataire. Pour les petites entreprises, c'est complètement résiduel. De ce point de vue, la situation dans l'Hexagone est à l'image du reste des pays de l'Europe continentale, le Royaume-Uni mis à part.

---

<sup>3</sup> GJ. CAILLOUX, A. LANDIER, G. PLANTIN, *Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées*, Les notes du Conseil d'analyse économique, n°18, novembre 2014. Disponible sur <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note018.pdf>

L'Union des marchés des capitaux permettrait d'accroître la liquidité sur les marchés européens, de réduire la volatilité et le coût d'accès pour les autres pays. Malheureusement, des freins très importants existent pour lancer le chantier de cette union : la fragmentation des différents marchés, c'est-à-dire des problèmes techniques qui existent entre les différentes bourses qui seront forcément importants, frottements fiscaux et droits des faillites différents. Pour créer un marché obligataire unique au niveau européen, on ne peut pas dire au créancier qu'en fonction du pays où se situe le débiteur, son taux de recouvrement sera différent. Ce n'est pas possible. Il ne peut pas y avoir de marché européen alors.

Il s'agit donc d'un véritable chantier pour lequel Droit & Croissance fait trois propositions.

La première touche plus particulièrement au droit des sûretés. Comment faire pour que ce droit soit plus lisible au niveau européen est un sujet qui n'est pas du tout évoqué, y compris par la Commission européenne. Comment garantir aux créanciers investisseurs au Royaume-Uni que leur sûreté qui dépend d'un actif situé en France a une valeur équivalente à une sûreté assise sur un actif situé en Angleterre ? Cela dépend du droit des sûretés et du droit des faillites. À ce propos, pour simplifier cette question du droit des sûretés, Droit & Croissance suggère de lui donner une approche fonctionnelle. Il convient de s'intéresser davantage à la sûreté en se concentrant sur l'économie du contrat plutôt que d'adopter une approche formelle, qui conduit à créer de trop nombreuses catégories de sûretés.

Notre deuxième proposition faite pour les grandes entreprises consiste à créer non seulement des règles uniques en matière de droit des faillites, mais également à permettre une concentration du contentieux au niveau européen, comme en droit de la concurrence. Pour les entreprises de moindre taille, il

s'agirait de rester sur un droit des faillites au niveau des États membres, avec des principes à respecter et un contentieux qui demeurerait local.

### **L'efficacité du droit du crédit conditionnée par l'efficacité du droit des sûretés**

J'ai déjà évoqué la question de l'efficacité du droit des sûretés. J'y insiste parce que cela ne va pas forcément de soi pour les juristes. On peut garantir que la sûreté est efficace, même avec un arrêt des poursuites, à partir du moment où l'on considère que, dans l'ordre de priorité, les créanciers titulaires de sûretés à hauteur de la valeur du sous-jacent sont tout en haut de la pile. Si le créancier a une sûreté sur le stock et si ce dernier vaut 80 millions d'euros, on doit considérer en procédure collective que la créance des créanciers sera prioritaire à hauteur de 80 millions d'euros par rapport aux autres créanciers dépourvus de sûretés. Pour cela, il faut garantir qu'en cas de redressement judiciaire, en dépit de l'arrêt des poursuites, le créancier titulaire de sûretés ne sera pas moins bien traité que si la société avait été liquidée et s'il avait été en mesure de pouvoir réaliser ses sûretés, ce qui n'est pas du tout acquis en France. Nous en sommes très loin. Selon cette philosophie, le redressement de l'entreprise ne se justifie qu'à partir du moment où la procédure permet de préserver les coûts et de créer un surcroît de valeur qui justifie elle-même le redressement.

Il est important également de garantir aux créanciers titulaires de sûretés qu'ils ne verront pas leur créance rééchelonnée d'office par le juge, sur dix ans à intérêt constant, comme le droit français le permet, alors même que les actionnaires restent dans la société ainsi que les créanciers chirographaires.

La plupart des pays ont choisi de ne pas régler cette question, préférant dire qu'il n'était pas possible d'opposer la procédure collective aux créanciers titulaires de

sûretés. Pour Droit & Croissance, l'arrêt des poursuites est important pour éviter les démantèlements d'entreprises viables. Nous espérons une évolution.

Le projet de loi Macron n'a pas réussi à trancher la question. Des discussions ont eu lieu sur le sort des sûretés. Bercy est conscient qu'aujourd'hui, l'efficacité des sûretés en France constitue un vrai problème. À l'heure actuelle, on peut être un créancier titulaire de sûretés et voir sa créance rééchelonnée d'office sur dix ans à taux d'intérêt constant. La solution même peut être pire en cas de plan de cession en redressement judiciaire. Il faut le savoir, la France est le seul pays au monde permettant, au nom de la préservation de l'emploi à court terme, de céder les actifs d'une entreprise pour 1 euro, alors même que ne serait-ce que le stock vaudrait 80 millions d'euros. Cela dit, il existe des exceptions avec des régimes dérogatoires pour tel ou tel créancier.

Les pouvoirs publics sont conscients de cette situation, mais avancer sur ces questions nécessiterait de revoir complètement le droit des faillites.

### **Les propositions d'harmonisation du droit du crédit**

Il est important d'appréhender la question du droit des sûretés et du droit des faillites ensemble. Il existe de nombreux problèmes de coordination entre ces deux branches du droit car il y a une tendance chez les juristes à se spécialiser en silo. Or, nous le voyons, tout doit s'analyser ensemble, surtout lorsqu'il s'agit d'évaluer la perte en cas de défaut.

Droit & Croissance propose de tirer les enseignements de l'analyse économique du droit sur ces questions. Si l'on veut créer un système dans lequel la perte du créancier ne dépend pas des lois procédurales et ne dépend que des difficultés de l'entreprise et du rang d'absorption des pertes, il faut faire en sorte, en entrant en procédure collective, de cristalliser la valeur d'entreprise du débiteur et de faire de cette valeur, l'élément déterminant des conditions de la restructuration. Cela signifie que le redressement judiciaire produit les mêmes effets qu'une

liquidation au cours de laquelle, par définition, le prix de cession des actifs est extériorisé. Cependant dans le cas du redressement, les actifs de l'entreprise sont cédés indirectement aux créanciers qui se retrouvent pour certains actionnaires. La question de la valeur d'entreprise peut faire naître un conflit, qui doit être tranché par le juge. C'est en tout cas sur la base de cette valeur qu'au regard du rang des priorités des paiements et d'absorption des pertes, on examinera qui a le droit de rester dans l'entreprise et qui ne l'a pas.

L'idée est qu'un créancier, un investisseur, ne doit pas avoir moins de droits en procédure de redressement qu'il n'en aurait eu si la société était liquidée et si l'ensemble de ses actifs était cédé à un tiers dans des conditions à maximiser le prix. Cela signifie qu'il faut accepter l'idée, contrairement au droit français, que certaines catégories de créanciers sont en droit de voter et pas d'autres et pas seulement ceux qui ne sont pas affectés par le plan. Je reprends l'expression utilisée par les membres du Conseil d'analyse économique dans leur note, celle de « créancier pivot », c'est-à-dire le créancier qui est le nouvel actionnaire d'un point de vue économique, celui qui ne peut plus envisager le remboursement de toutes ses créances mais qui n'a pas non plus complètement tout perdu.

Prenons un exemple : la valeur d'entreprise d'une société est de 100. Cette société a des créanciers *senior* dont la valeur des créances est égale à 50, des créanciers chirographaires dont la valeur des créances est égale à 60 et des créanciers *junior* dont la valeur des créances est égale à 20. La valeur de l'entreprise de la société étant de 100 pour une dette de 120, l'entreprise est dite insolvable. Dans cet exemple, le créancier pivot, c'est le créancier chirographaire, puisque c'est la catégorie d'investisseurs, qui a perdu l'espoir de voir sa créance complètement remboursée mais qui n'a quand même pas tout perdu. En effet, si on ajoute le montant des créances *senior* et le montant des créances chirographaires cela fait 110 de dette. Le créancier chirographaire sait

qu'il n'a plus un droit fixe sur l'entreprise ; il est devenu actionnaire économique et le droit de voter lui revient à lui seul.

Dans ce schéma, le créancier *senior* doit être super protégé puisqu'il est tout en haut, dans l'ordre d'absorption des pertes. Compte tenu de la valeur de l'entreprise, calculée en fonction des flux de trésorerie futurs, la valeur de sa créance ne doit pas être affectée par la restructuration et elle ne doit donc pas être rééchelonnée d'office par le juge ; le contrat continue à être respecté. Par contre, le créancier chirographaire a lui, plusieurs choix. Premièrement, il peut choisir de convertir sa créance en actions et se transformer en actionnaire. Il peut sinon décider de céder l'ensemble des actifs de la société à un tiers. Il revient vraiment au créancier pivot de faire ce choix-là. A l'inverse, à l'heure actuelle en France, il appartient au juge de décider discrétionnairement du sort de l'entreprise, à partir du moment où l'entreprise est dans une situation de cessation des paiements. Si l'entreprise ouvre une procédure de sauvegarde, l'actionnaire a alors pratiquement tous les droits puisqu'il peut avec l'aide du juge, obtenir le rééchelonnement d'office des créances à intérêt constant. Dans cette hypothèse, il n'est pas possible de procéder à un plan de cession.

Un système où la valeur d'entreprise du débiteur est cristallisée, dans lequel les créanciers sont forcés d'absorber les pertes en fonction de l'ordre initialement convenu est très prévisible. Ce système garantit aux créanciers que leur perte dépendra uniquement de l'état des difficultés du débiteur et de leur rang de priorité, qu'ils ont initialement convenu.

Par ailleurs, ce n'est pas tout d'avoir un droit écrit, parfait sur le papier. Nous savons tous qu'en procédure collective le juge et ses qualités sont clés. C'est un sujet d'actualité. C'est très bien d'envisager un cadre juridique reposant sur l'idée qu'il faut répartir les créanciers en fonction du rang, mais encore faut-il que le juge comprenne les contrats complexes aux termes desquels les créanciers ont convenu d'établir un rang de priorité.

Le contentieux de procédure collective doit logiquement donner lieu à l'établissement d'une jurisprudence. Les règles de droit écrites ne peuvent pas répondre à toutes les questions susceptibles de survenir. Par conséquent, une concentration du contentieux au niveau d'une cour à un moment donné est importante afin de rendre la jurisprudence plus prévisible. C'est très important pour les investisseurs. Il ne s'agit pas que la loi soit prévisible, mais aussi que la jurisprudence soit prévisible.

Pour ce qui est de la France, nous sommes très loin de ce système. Cela vaut globalement pour le reste de l'Europe continentale. Les créanciers ne sont pas répartis dans les comités en fonction du rang de priorité, mais selon qu'ils sont créanciers bancaires, obligataires, ou créanciers fournisseurs. Cela n'a rien à voir avec le rang de priorité et cela provoque des effets pervers très importants en amont de la procédure collective. Il faut bien le comprendre, l'impact du droit ne se voit pas qu'en procédure collective. Il se voit éminemment dans les négociations amiables, dans l'anticipation de la procédure collective. Les parties négocient connaissant le sort qui leur est réservé, ce qui crée des effets pervers dans les négociations. En tant qu'avocat, il est aisé de s'apercevoir qu'en amont de la procédure collective, certains créanciers, parfois *junior*, vont développer des comportements étranges, surtout les actionnaires car ils se savent très protégés par le système français.

En effet, en France, il est possible d'organiser le sauvetage de l'entreprise, notamment à travers un plan de sauvegarde ou un plan de redressement judiciaire. Mais pas seulement. Les juristes ont réussi à tellement compliquer notre droit qu'ils ont créé huit manières différentes de redresser l'entreprise. Il faut retenir qu'on peut faire voter des plans sans même qu'un seul créancier soit d'accord, ce qui entraîne beaucoup d'inefficacité sur le plan économique.

Un système qui repose principalement sur la valeur d'entreprise n'est pas dénué d'inconvénients. En cas de conflit sur la valeur d'entreprise entre les différents

investisseurs, le juge doit trancher et cela peut prendre du temps. Des experts doivent donc intervenir pour assister le juge. Ce système n'est donc pas adapté pour les petites entreprises.

Pour ces dernières, nous proposons un mécanisme de règlement simplifié. Il faut bien reconnaître qu'à la différence des plus grandes entreprises, la plupart du temps, quand la petite entreprise est en difficulté, il y a de grandes chances qu'elle ne soit pas viable. Un autre paramètre est à prendre en compte : les plus petites entreprises ont un accès au crédit plus difficile, parce qu'elles sont perçues à plus haut risque que les grandes. Dans ce contexte, compte tenu du fait que l'accès au crédit doit être encouragé, à un moment il faut trouver un compromis. Selon nous, il faut accepter l'idée que, si on donne les pouvoirs de décider du sort de l'entreprise au créancier, on peut arriver à des situations dans lesquelles, les mesures prises par le créancier conduisent à des destructions inutiles. Néanmoins, cet inconvénient sera compensé par le gain important qui résulterait d'un changement significatif du droit des faillites en droit français, avec un droit plus favorable aux créanciers. Cela permettrait d'améliorer significativement l'accès au crédit.

Pour les grandes entreprises, on peut créer un système avec arrêt des poursuites, même s'il y a un risque que certaines entreprises non viables utilisent cette procédure pour espérer un rebond hasardeux. C'est un coût de procédure qui est acceptable dans la mesure où la probabilité que la procédure serve à faire rebondir des entreprises viables est plus importante. Nous pouvons accepter de créer un système pour les grandes, lequel s'attache à préserver l'entreprise d'un démantèlement. Cependant, pour les petites entreprises il est préférable de mettre l'accent sur un régime de liquidation d'entreprise, ce qui n'est pas nécessairement synonyme de destruction de valeur inutile. Si elle est viable, l'idée est de permettre au créancier de céder les actifs de l'entreprise, et surtout

de les recéder au dirigeant, ce qui n'est pas autorisé actuellement dans le droit français.

Nous avons proposé deux modèles : le modèle de l'ancien *receivership* du droit anglais. Dans ce modèle, le créancier est titulaire d'une sûreté qui porte sur l'ensemble des actifs de l'entreprise. Dans ce modèle, en cas de défaillance, le créancier conserve la possibilité d'exercer sa sûreté. Comme il a la possibilité de récupérer l'ensemble des actifs, c'est à lui que revient l'évaluation de la viabilité de l'entreprise. Si le créancier considère que l'entreprise est viable, il doit pouvoir avoir le droit de recéder les actifs au dirigeant-actionnaire. C'est important parce qu'il n'existe pas de marché vraiment liquide des actifs des entreprises de petite taille. Le créancier fera alors un crédit vendeur, ce qui revient à renégocier la dette.

Le second modèle que nous mettons en avant est le modèle qui repose sur le droit suédois : l'idée est de permettre la liquidation de l'entreprise, très rapidement, pas nécessairement son démantèlement. Sous le contrôle du juge, les actifs sont alloués au meilleur offrant. Il existe un débat au niveau académique tendant à savoir lequel des deux systèmes est le plus pertinent.

Pour conclure, je vous ferai part d'un argument qui m'a été opposé à l'introduction du *receivership* anglais. L'argument repose sur une comparaison entre les réseaux bancaires français et anglais. L'argument est le suivant : nos réseaux d'agences bancaires en France sont organisés dans le but de vendre des produits d'assurance-vie et des prêts immobiliers. Les banquiers ne développent pas suffisamment de compétences en terme d'analyse financière afin qu'ils soient mieux à même d'évaluer la pertinence des *business plans*. Donc, si nous donnons le pouvoir au créancier, c'est beaucoup plus compliqué en France qu'en Angleterre où le réseau bancaire est organisé différemment et est beaucoup plus concentré. Si vous avez essayé de retirer de l'argent dans un

distributeur en Angleterre, vous noterez que c'est moins simple qu'en France, parce que, justement, il y a moins d'agences bancaires.

Le débat est ouvert. La loi doit-elle anticiper sur les changements de comportements et de structures des réseaux bancaires ou faut-il attendre que les réseaux bancaires s'adaptent ? Quand on veut faire une réforme, c'est toujours le débat : les acteurs sont-ils prêts ou faut-il attendre qu'ils le soient pour faire la réforme ? De mon point de vue, à un moment donné, il faut faire la réforme, croiser les doigts et espérer que les acteurs s'adapteront.

En résumé, nos trois propositions sont :

- Au niveau du droit des sûretés, un régime simplifié qui aurait pour objectif de garantir le droit de priorité des créanciers titulaires. Il est nécessaire d'avoir une approche fonctionnelle. Peu importe s'il s'agit de stock ou d'un fonds de commerce, le régime doit être le même.
- Un droit des faillites pour entreprises de grande taille, faisant de la valeur d'entreprise l'élément déterminant de l'allocation des actifs et des pouvoirs, le pouvoir de décider du sort de l'entreprise étant donné aux seuls nouveaux actionnaires économiques (créanciers pivots).
- Un régime simplifié pour les petites entreprises reposant sur un régime liquidatif.

**Ingrid LABUZAN.** Je propose un premier tour de table pour recueillir vos impressions. La parole est à Jacques Delpla.

**Jacques DELPLA.** Dans la littérature économique, quelques grands auteurs ont marqué la micro-économie et la théorie de l'efficacité . Pour commencer, Kenneth Arrow, pour qui le marché est beaucoup plus efficace que le socialisme. Puis, il y a Ronald Coase dans les années cinquante, pour qui, si la définition des droits de propriété est mauvaise, on est en sous-optimalité

massive. L'absence de bonne définition du droit de propriété est essentielle pour l'efficacité du système capitaliste et l'économie de marché.

La différence entre un pays développé et un pays sous-développé réside dans la définition des droits de propriété et du contrat. C'est, là, le cœur du sujet. Si vous allez faire un contrat minier au Congo- Kinshasa, le droit de propriété y est assez mal défini. En Russie, il est uniquement lié à votre relation à Vladimir Poutine. C'est le cœur du sujet et c'est pourquoi il est si compliqué de sortir du sous-développement. Sortir du sous-développement n'est pas seulement une question incrémentale d'une meilleure productivité des facteurs. Ce qui compte est le système juridique au sens large : respect des droits de propriété et des contrats. C'est pourquoi les propos de Sophie Vermeille sont si importants. Elle touche à un enjeu fondamental au sens où c'est vraiment à la base : l'efficacité économique et le respect des contrats.

Pendant très longtemps, la France a été un pays développé. La définition du droit de propriété était bonne. Le problème est qu'on est en train de revenir sur ce principe au fur et à mesure. Concernant le droit du travail, on comprend de moins en moins le contrat de travail, les retraites, le compte de pénibilité... C'est tellement mal défini. On peut également évoquer la volonté des pouvoirs publics de revenir sur les contrats d'autoroutes... Si c'est fait dans le respect du droit, il n'y a pas de problème. Si c'est une violation, cela porte un nom : le péronisme.

**S. V.** Nous comptons des juristes dans notre auditoire. Quand les économistes parlent de droit de propriété, ils ne font pas la distinction entre le droit de propriété au sens juridique du terme et le droit des contrats. Pour un juriste, le droit de propriété porte sur une chose et est opposable à tous. Le droit de créance est par contre un droit personnel. Pour les économistes, le droit personnel d'un créancier a autant de valeur que le droit de propriété que nous connaissons dans notre droit... Je me permets d'apporter cette précision. Quand je parle d'ordre

d'absorption des pertes et de respect de l'ordre de priorité des paiements entre investisseurs, Jacques Delpla le traduit en droit de propriété.

**J. D.** Premièrement, il ne s'agit pas du tout d'une question droite-gauche. Les Scandinaves qui sont fortement sociaux-démocrates, font beaucoup de redistribution, mais ils respectent les droits de propriété. Les incitations de profits s'adaptent en fonction. Il s'agit d'une question beaucoup plus fondamentale. C'est bien en amont des préférences partisans. On peut tout à fait avoir un modèle économique social-démocrate, voire très social-démocrate et très à gauche avec une très bonne définition du droit de propriété. On peut avoir des choses très à droite avec un capitalisme colonial. Il n'existe pas de bonne définition de ce droit ; c'est le cœur du sujet. En France, nous n'avons pas cela. Nous avons avant un bon droit de propriété. Cela se dégrade de plus en plus. C'est là où ce que propose Sophie Vermeille est important, car elle met bien en avant ce risque fondamental.

Deuxièmement, cela concerne non seulement la France, mais l'Europe. Il n'existe pas d'Union bancaire si je ne peux pas prendre le *collateral* où je veux, si je suis banquier. Par exemple, en Italie, il faut dix ans pour récupérer un *collateral* dans les tribunaux. En Allemagne, c'est beaucoup moins long. Quand les Italiens crient que l'euro leur fait mal, pourquoi ne réforment-ils pas leur droit des faillites ?

Troisièmement, le débat sur l'Union des marchés de capitaux ne fonctionne qu'en cas d'une certaine harmonisation des droits des faillites et du *collateral*.

**Guillaume PLANTIN.** J'ai été invité à m'intéresser au droit des faillites à la demande des services du Premier ministre, il y a un an. Comme tout économiste, j'ai commencé à me poser la question de base : pourquoi, dans tous les pays, même les plus libéraux, l'État intervient-il systématiquement, de droit, dans la

restructuration des entreprises en difficulté et a-t-il son mot à dire sur les transferts de droit de propriété ? Est-ce pour des raisons fondamentales ou pratiques ? À mon avis, c'est surtout pour des raisons pratiques. En effet, le problème de base des entreprises en difficulté est que, lorsqu'une entreprise a trop de dette, elle a détruit de la valeur et elle se comporte de façon inefficace. Les projets créateurs de valeur, trop sûrs, n'intéressent pas les actionnaires, puisque la valeur va vers les créanciers. Les projets destructeurs de valeur même très risqués intéressent les actionnaires, car c'est un moyen pour eux de jouer à pile « je gagne », face « tu perds » avec les créanciers. Il existe une solution théorique extrêmement simple : il suffit de renégocier le contrat, de convertir la dette en *equity*. Comme cette renégociation augmente la valeur totale de l'entreprise, en théorie, elle peut être *win win*, où et les actionnaires et les créanciers sont dans une meilleure situation après la renégociation qu'avant le *statu quo*.

Partant de ce constat théorique, on peut se demander pourquoi l'État a besoin de se mêler de ces renégociations. Il n'y a pas d'externalité. C'est très différent pour les banques. On comprend pourquoi les pouvoirs publics se mêlent à la restructuration des banques en difficulté : les passifs bancaires sont des biens publics ; c'est de la monnaie. En cas de faillite d'une banque, il existe des externalités pour le reste de la société, qui sont inexistantes pour une entreprise non financière.

Dans tous les pays, l'État intervient dans la restructuration des entreprises en difficulté à des stades plus ou moins avancés pour des raisons pratiques. Nombre de contrats sont incomplets et il est difficile de coordonner toutes les parties prenantes. Les gens ont une information différente. Aussi, je vois un rôle *a minima* de l'État comme coordinateur, permettant la mise en œuvre des contrats de façon efficace. C'est un peu la conception britannique du droit des faillites, où l'idée n'est pas d'avoir un objectif très ambitieux de sauvegarder l'emploi,

mais de faire en sorte que la résolution de la façon soit la plus proche possible de l'esprit des contrats.

Nous n'avons pas proposé cela dans la note du CAE<sup>4</sup>. D'abord, nous n'étions pas forcément d'accord tous les trois à ce sujet. Cela constitue un saut quand même assez important par rapport à l'état du droit français. Nous faisons des propositions plus proches du *Chapter 11*. Cela dit, à titre personnel, cette conception *a minima* très pratique du droit des faillites où l'on coordonne les personnes me plaît assez sur le fond. D'ailleurs, à ma connaissance, aucune étude empirique n'a jamais montré que, lorsque le droit des faillites a des objectifs plus ambitieux et plus compliqués, il enregistre de meilleurs résultats en nombre d'entreprises qui repartent durablement.

**David CHIJNER.** Je crains qu'il ne m'échoie d'ouvrir le bal pour les praticiens et, comme praticien, puisque le théorique me dépasse largement, je n'ai pas la prétention de m'exprimer avec clarté dessus.

Tout d'abord, le droit des faillites et le droit des sûretés aujourd'hui engendrent, je le vois très régulièrement, un coût très substantiel pour l'ensemble des sociétés qui empruntent. Par exemple, nous avons récemment fait une opération un peu complexe pour une société en difficulté de l'ordre de 30 millions d'euros. Le coût juridique a dépassé 1 %, ce coût étant celui des avocats qui rédigent la documentation, les différentes sûretés, leur mise en œuvre, qui font l'entiercement, etc. Un système où, pour emprunter, il faut payer plus de 1 % à des avocats pour la rédaction d'une documentation qu'aucun homme d'affaires ne comprend, sauf à y passer quinze jours, ne me semble pas particulièrement optimisé.

---

<sup>4</sup> G. PLANTIN, D. THESMAR, J. TIROLE, *Les enjeux économiques du droit des faillites*, note du CAE n°7, juin 2013.

Ensuite, j'ai eu le bonheur ou le malheur d'être intimement lié au dossier qui a peut-être été le dossier phare sur ce genre de sujet : le dossier « Belvédère ». Il nous a permis de constater deux choses : l'imprévisibilité a fait que le nombre d'obligations *high yield* pendant cette aventure judiciaire, qui a duré quatre ans, a chuté radicalement. Un nombre important d'intermédiaires de marché qui plaçaient des obligations de droit étranger en France ont simplement refusé de prendre le risque *réputationnel* d'amener leurs clients sur le prochain Belvédère tant que la situation n'était pas clarifiée. Cela a duré quatre ans. Il faut donc penser que, chaque année, cinq à sept sociétés auraient pu bénéficier d'emprunts considérables qui leur auraient permis de poursuivre leurs objectifs et qui ne l'ont pas fait.

Aussi quand j'entends l'idée phare ou ce que je prends comme telle d'eupéaniser certains dossiers, d'un côté, c'est très attractif. Dans le dossier dont je fais état, nous avons vécu l'autre extrême. Je peux concevoir qu'il soit avantageux d'avoir un juge moins intimement lié aux conséquences purement locales liées à l'impact économique sur une zone relativement restreinte, en tout cas géographiquement restreinte, d'une éventuelle restructuration d'une entreprise. Avoir un juge, mais pas seulement, avoir un parquet économique spécialisé en difficultés d'entreprises, dans les cas d'une certaine taille et d'une certaine complexité, pour en avoir fait l'expérience, je ne peux que l'approuver.

En revanche, je veux quand même mitiger. En effet, quand j'entends Droit & Croissance développer une même démarche, suivant laquelle pour sauver l'Union bancaire, il faut passer au niveau suivant et réformer le droit des sûretés, je m'interroge, parce que l'une des spécificités du redressement judiciaire, c'est qu'en général, il y a des périodes d'observation d'une durée de quelques semaines jusqu'à dix-huit mois. Pendant ces périodes, une foule de décisions doit être prise, souvent sous le contrôle soit d'un juge-commissaire soit du Tribunal lui-même. Pour que ce soit efficace, il faut que le Tribunal appréhende,

de façon relativement instinctive et très rapide, l'ensemble des enjeux auxquels fait face une entreprise. Or, à partir du moment où nous aurions fédéralisé ce système, comment pourrions-nous créer un « juge européen » des très grandes faillites qui, en même temps, serait compétent pour comprendre rapidement des enjeux qui ont lieu dans un contexte nécessairement national (droit du travail, droit du crédit, droit immobilier, droit de la consommation...) ? Comment créer un juge-commissaire qui ne soit pas « local » à l'entreprise ? Comment ne pas créer une formation collégiale susceptible d'approuver des décisions pendant une période d'observation ?

L'idée de fédéraliser me semble très attractive, mais il convient, me semble-t-il, de la distinguer du droit de la concurrence, où la décision est très conceptuelle. Il est demandé à l'autorité, judiciaire ou administrative, en droit de la concurrence de dire s'il existe un accord, qu'il s'agisse d'une concentration ou d'une licence, compatible avec quelque chose. Une telle décision est relativement binaire. En revanche, ce qui est demandé à un magistrat ou à un collège de magistrats dans le cadre d'un redressement judiciaire n'est pas binaire. Il y a tout le temps de la gestion de la période d'observation qui requiert une interaction relativement intime et une connaissance relativement approfondie du contexte économique dans lequel évolue l'entreprise.

C'est pourquoi, personnellement, autant une convergence des droits me paraît souhaitable, ne serait-ce que pour réduire les coûts transactionnels, autant je suis très mitigé quant à l'idée de fédéraliser les décisions clés sur ces entreprises sans prévoir un échelon intermédiaire. C'est pour cela que la concentration à l'échelon national sur un certain nombre de juridictions qui seraient des spécialistes de ce genre de droit, en tout cas pour les gros dossiers, me paraît une mesure plus réaliste.

**Vincent PANSARD.** Je crois particulièrement à ce qu'exprime Sophie Vermeille sur l'enjeu de fédéraliser les juridictions au niveau européen dans le sens où l'impact est important sur le crédit notamment grâce aux agences de notation qui notent les émissions des emprunteurs obligataires et particulièrement le coût financier qui en résulte pour les entreprises de taille moyenne en difficulté. En fait, par exemple, Standard & Poor's évalue trois groupes différents au niveau du crédit. Le premier groupe, tout en bas, est le moins *creditor friendly*, constitué de la Russie, du Kazakhstan et de l'Ukraine. La France se situe dans le groupe juste au-dessus, donc il convient de ne pas paniquer. Il comprend également l'Italie, l'Espagne, le Brésil et la Turquie. Les autres pays d'Europe de l'Ouest font partie du meilleur groupe, dit « favorable » aux crédateurs, qui inclut l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Benelux et les pays nordiques.

L'agence décrit le groupe de la France « comme accordant une influence beaucoup plus réduite aux crédateurs face aux autres agents ». « De plus, les procédures peuvent durer plus de deux ans avec des résultats imprévisibles ». Donc les agences notent des émissions obligataires et des entreprises émettrices et elles tiennent compte des perspectives de recouvrement en cas de faillite. Toutes choses égales par ailleurs, une obligation émise dans un régime défavorable pourra être notée deux crans en dessous d'une obligation similaire dans un régime favorable. Du coup, l'addition peut être assez salée. En Europe, une obligation notée B doit payer 4 % de plus d'intérêts pour emprunter qu'une obligation notée BB. Cela pénalise donc fortement les entreprises françaises qui émettent face aux concurrents d'Europe du Nord. C'est pourquoi, il est assez important de fédéraliser le sujet.

**Q.** Sophie, avez-vous quelque chose à ajouter ?

S. V. Au sujet de la critique de David Chijner sur la question du contentieux. Si nous revenons à ce qui se passe aux États-Unis, qui possèdent un droit fédéral des faillites et un droit des sociétés au niveau des États, en Europe, nous avons commencé par essayer d'européaniser le droit des sociétés sans nous intéresser jusqu'à récemment au droit des faillites. Cette précision étant faite, nous voyons qu'il n'existe pas de règle obligatoire de concentration des contentieux pour les grandes entreprises. Mais General Motors, grand constructeur automobile passé en *Chapter 11* en 2008, est situé dans l'État du Michigan. Où General Motors a-t-il ouvert son *Chapter 11* ? Il l'a fait dans le District sud de New York. Aux États-Unis, deux cours sont spécialisées dans la gestion des gros dossiers : le District sud de New York et le Delaware. Récemment, celui de New York a pris le dessus sur le second. Pourquoi en est-il ainsi ?

Quand on parle de droit des faillites, il ne s'agit pas que d'une question de droit écrit. Le degré d'expertise des acteurs (juge, avocats et investisseurs) est très important. Aussi, aux États-Unis, fait-on ce déplacement jusqu'au District sud de New York parce que l'écosystème paraît salubre pour sauver l'entreprise. Les avocats et les banques d'affaires permettent à l'entreprise de mieux rebondir. Cela ne signifie pas que certains arguments de David Chijner ne sont pas justifiés. Effectivement, c'est beaucoup plus dur à imaginer que pour le droit de la concurrence. Je veux bien le croire parce que, en droit de la concurrence, on agit en amont alors que, là, on est en aval. Si ce n'est pas une obligation d'aller à Bruxelles, il convient d'envisager au moins d'avoir l'option de le faire. Pour moi, si on ne veut pas tout légiférer parce qu'on ne pourra jamais, dans ces domaines, tout prévoir dans la loi qui ne peut pas répondre à tout, le juge peut davantage répondre en fonction de la réalité des faits et, par définition davantage que la loi, puisqu'il agit au cas par cas. Permettre une jurisprudence prévisible est un enjeu extrêmement important et c'est pourquoi j'aimerais qu'il y ait un regroupement du contentieux au niveau de quelques cours, peut-être pas

obligatoire, mais qu'il soit possible d'opter et de délocaliser à Bruxelles, si Paris ne souhaitait pas qu'il en soit ainsi.

**Q.** David Chijner, considérez-vous que les juridictions sont aujourd'hui adaptées dans le cas de faillite de grandes entreprises ? Une des solutions serait-elle la création de juridictions plus spécialisées ? Pourriez-vous en définir les attributs ?

**D. C.** Je ne suis pas certain qu'il faille créer des juridictions très spécialisées, parce qu'en fait, les faillites se traitent sur le lieu du siège social de l'entreprise. Nous avons trois cas de figure. Le premier est celui de l'entreprise purement locale et, dans l'ensemble, elle est plutôt bien traitée là où elle se situe, les enjeux étant relativement connus. Il ne faut pas mépriser du tout ce genre de contentieux, notamment parce qu'il permet de régler rapidement le sort d'environ 60 000 entreprises par an en France. Cela dit, la problématique se pose plus à partir d'une certaine taille. Devant une entreprise dont le siège social est du ressort d'un tribunal de commerce d'une certaine taille, qui a une chambre spécialisée, qui dispose d'un parquet relativement spécialisé, voire spécialisé tout court, dans l'ensemble, il n'y a rien à changer : le droit est prévisible ; les juges sont prévisibles ; les règles sont appliquées logiquement et rationnellement. Certes, on peut vouloir réformer les règles, mais ce n'est pas le rôle de la juridiction. Elle n'a pas à inventer un droit de façon indépendante ; elle doit appliquer le droit tel qu'il existe et le compléter par une jurisprudence là où il n'existe pas suffisamment.

Il existe une problématique, que nous voyons et qui peut faire extrêmement mal, quand de gros dossiers se retrouvent dans des juridictions dépassées par la taille de ces derniers. En l'occurrence, nous avons deux problématiques séparées. L'une est une problématique de spécialisation de l'ensemble de l'appareil judiciaire. J'ai plaidé un dossier dans une juridiction où le représentant du parquet passait une demi-journée par semaine au Tribunal de commerce et

quatre jours et demi par semaine en correctionnelle. Donc, cette personne, qui a sans doute d'immenses qualités, fatalement maîtrisait relativement mal le droit des procédures collectives, qui n'est quand même pas nécessairement d'une simplicité biblique. Nous nous retrouvions avec un parquet qui ne pouvait pas faire l'office que lui alloue la loi. De la même façon, c'était un petit tribunal. Par conséquent, les magistrats avaient moins d'expérience que nous l'aurions voulu pour un tel dossier. La problématique est donc liée tout simplement au fait que, parfois certains dossiers pourraient mériter d'être traités non pas dans des juridictions dérogatoires du droit général, mais dans des juridictions qui auraient davantage d'expérience.

L'autre problématique, que j'ai également vécue et qui arrive, est celle où, *a contrario*, l'entreprise qui doit être jugée est souvent de taille moyenne mais à l'échelle de la juridiction, elle est l'un des plus grands employeurs de cette région, voire dans un endroit politiquement très sensible. Par exemple, dans un dossier problématique, une des choses qui a empoisonné l'atmosphère du dossier, c'est qu'une sous-filiale était dans une ville qui a basculé électoralement. Tout l'arrière-plan socio-économique était complètement pourri par des considérations liées à l'importance du devenir de cette sous-filiale. Nous nous sommes retrouvés avec une complexité humaine et il aurait mieux valu délocaliser, ce qui a été fait, *in fine*. Il aurait mieux valu ne pas se retrouver devant une juridiction qui nécessairement avait à gérer un dossier complexe par-delà le droit. C'est là où il me semble très désirable le fait d'imaginer que certains dossiers se retrouvent mécaniquement transférés à un certain nombre de tribunaux de commerce qui, par leur taille et par celle de l'économie du lieu où ils se situent, ont accumulé l'expérience et l'expertise nécessaires.

**S. V.** Il convient de préciser qu'une loi en cours vise à concentrer... J'ai compris que cela devait figurer dans le projet de loi Macron, mais finalement c'est passé dans le projet de loi de la justice du XXI<sup>e</sup> siècle. Certains juges consulaires s'y

opposent. Il y a une grande résistance. Cela fait l'objet d'un vaste sujet et la réforme ne sera pas forcément approuvée au Parlement prochainement.

**D. C.** Si vous êtes dans un tribunal qui risque de perdre des dossiers au profit d'un autre, cela peut moins vous plaire. Cela dit, il faut scinder, car dans ce projet de réforme, on trouve toutes sortes d'autres projets et il est difficile d'identifier qui est pour, qui est contre et pourquoi.

**G. P.** J'ajouterai juste que, dans notre note sur le droit des faillites, nous faisons exactement la même recommandation pour exactement les mêmes raisons. Quand les théoriciens en économie et les praticiens du droit sont d'accord sur quelque chose, on n'est sûrement pas très loin de la vérité.

**S. V.** Cela mérite d'être souligné.

**Q.** Guillaume Plantin, quel est votre point de vue d'économiste sur ce que serait un droit optimal qui irait dans l'intérêt des créanciers ?

**G. P.** Je n'ai pas grand-chose à ajouter à ce qu'a indiqué Sophie Vermeille. La question très difficile en matière de droit des faillites est que, parfois, il existe une différence ou une tension entre efficacité *ex ante* et efficacité *ex post*. L'efficacité *ex post* – ce dont j'ai parlé au début et c'est souvent l'objectif principal – consiste, une fois que l'entreprise est en difficulté, à chercher à maximiser sa valeur compte tenu de la situation dans laquelle on se trouve. Ce que nous avons proposé dans la note, ce dont a parlé Sophie Vermeille bien avant et sur quoi je suis d'accord, c'est qu'identifier la personne dans le passif qui a les bonnes incitations pour maximiser la valeur et lui donner un droit de contrôle important sur la marche à suivre peut être implémenté de différentes manières. Le *Chapter 11* tel qu'il a été réformé depuis 2005 dans cette optique permet d'atteindre l'efficacité *ex post*, maximiser la valeur une fois qu'on est dans cette situation. C'est un peu plus difficile, l'efficacité *ex post* et *ex ante*

n'étant pas la même chose. Par exemple, priver un enfant de dessert n'est jamais efficace *ex post*. Au lieu de jeter le dessert, il vaut mieux le donner à un enfant. Cela peut s'avérer efficace *ex ante* si on lui dit : « Si tu ne finis pas tes devoirs, tu seras privé de dessert », si l'enfant n'internalise pas tous les bénéfices de faire tous ses devoirs à court terme. C'est la même chose pour les entreprises. Dans certains cas, s'engager à être inefficace *ex post*, à liquider une entreprise alors qu'il y aurait des choses plus efficaces à faire *ex post* en termes de restructuration et de création de valeur... Ce peut être une bonne chose *ex ante* puisque c'est bon pour les incitations des dirigeants, de faire en sorte qu'ils ne se retrouvent pas dans cette situation. Pour arriver à faire cela de façon crédible, il ne faut pas que le droit des faillites défasse ces engagements qui sont inefficaces *ex post*.

En termes d'inefficacité *ex post* extrême, jusqu'au XIX<sup>e</sup> siècle en France, on pouvait mettre en prison les débiteurs qui faisaient défaut. C'était extrêmement inefficace. Il aurait mieux valu les faire travailler pour les créanciers, mais en termes d'incitations, cela va être très long.

Je voulais insister sur l'autre aspect de la note : au-delà de l'histoire du créancier pivot et de l'efficacité *ex post*, il conviendrait de donner l'option de l'efficacité *ex ante* – c'est lié à la question du droit des sûretés – en permettant aux entreprises et aux prêteurs de mettre en œuvre des contrats très durs dans lesquels, même si cela paraît inefficace, l'entreprise peut être liquidée. Ce peut être le choix de l'entreprise de s'engager dans ces contrats très durs *ex ante* pour être crédible et avoir des incitations.

**Q.** L'un des enjeux autour de cette harmonisation du droit du crédit est la solidité de l'Union bancaire. Jacques Delpla, pourriez-vous nous expliquer quelles sont encore ses faiblesses et comment nous pourrions y remédier concrètement ?

**J. D.** Je vais revenir un peu sur des fondamentaux. Pourquoi est-ce si important de parler du droit des faillites aujourd'hui plus qu'il y a trente ans ? Quand l'inflation est à 15 % ou à 20 %, le droit des faillites n'est pas un vrai sujet. Le problème de la dette est réglé par le temps. La raison pour laquelle nous sommes ici aujourd'hui, c'est que, dans l'Union monétaire, il faut régler les dettes trop élevées. En cas de déflation comme à l'heure actuelle, la valeur des dettes augmente. On a fait cela dans les années trente. Irving Fisher a montré que ce qu'on appelle la déflation par la dette était mortel pour l'économie américaine – il suffit de lire Steinbeck –, pour la démocratie et pour la paix européenne. La crise des années 1930, c'était grave. Steinbeck a écrit *Les Raisins de la colère*. Pour notre part, en Europe, la crise des années 1930 fut bien plus grave.

L'Union monétaire... Nous nous endettons toujours trop. C'est récurrent. Nous ne savons pourquoi ; il y a des excès d'optimisme ; les banquiers ne voient pas. Les crises bancaires existent depuis très longtemps, depuis l'Empire romain. Nous, nous avons sanctuarisé les dettes par le droit. Pierre Moscovici va à Athènes et dit qu'il est impensable de faire un défaut sur la dette, alors que tous les économistes que je connais sur la Grèce, même sans être grecs, s'accordent à dire que la restructuration de la dette publique de la Grèce est inévitable. Ce qui ne peut pas être n'est pas. Chez nous, cela commence.

Le vrai sujet est de savoir comment traiter intelligemment les restructurations. Quand vous allez voir des banquiers, surtout ceux d'un certain âge, pour eux, la dette souveraine, c'est sacro-saint. C'est vrai, c'est important. Mais dans la Bible, dans Lévitique 25, il est question du jubilé : « Tu ne seras pas avec le boulet de tes dettes à tes pieds ou sur ton dos plus de cinquante ans. » Périodiquement, on restructure les dettes parce que c'est une condition de la liberté. Je ne peux pas être tenu de rembourser tout. Le catholicisme l'a bien compris. Hélas, les législations sur les dettes, surtout dans les pays catholiques ne l'ont pas compris.

Le vrai enjeu de la soutenabilité de l'Union monétaire, c'est la restructuration de la dette, souveraine, privée, contrat de travail, etc. Il faut se poser la question. Si on est sérieux et qu'on souhaite vraiment rester en zone euro, on ne peut pas dire : on garde le système antérieur, soit avec un droit des créances et des *collateral* complètement pourri, ou comme à l'italienne, soit par des éléments trop rigides. Le vrai sujet est là. Il faut trouver un système qui fasse que les restructurations des dettes soient plus efficaces pour moins de perte de valeur *ex ante* et *ex post* et qui ait une bonne incitation pour l'avenir. L'Union bancaire est un premier pas. Nous l'avons compris, les banquiers font n'importe quoi, mais nous le savions avant. Au regard de l'histoire, les seuls moments où il n'y a pas de crise bancaire, c'est au moment des fortes inflations, parce qu'un coup de rabot est passé par l'indice des prix. Dès qu'il y a peu d'inflation, , tous les vingt-cinq ans, autour de la Terre, il y a toujours un pays où une crise bancaire explose. Ce fut en Scandinavie au début des années 1990. D'ailleurs, avant la crise de 2007, c'est étonnant, il n'y avait plus de crise bancaire, entre 2000 et 2008. Le drame, c'est que l'inflation se situe en dessous de zéro et cela a un impact sur les dettes. Le sujet est là. Cela commence, premièrement, par le droit des faillites et l'organisation de la restructuration de la dette.

**Q.** Nous allons passer côté entreprises, pour lesquelles l'enjeu de ces unions est l'accès au crédit. Vincent Pansard, vous avez expliqué que, pour les grandes entreprises, cela passait par le marché obligataire. Comment se déroule cet accès pour les plus petites entreprises ?

**V. P.** C'est sur le marché naissant des Euro PP, pour lesquels la situation est encore pire, parce que, dans une juridiction française, il n'est pas possible de prêter à une entreprise si on ne croit pas à sa résilience à toute épreuve. C'est pourquoi, en cet instant précis, c'est très compliqué sans une juridiction plus favorable. Beaucoup d'investisseurs anglo-saxons ont carrément rayé de la carte

les entreprises françaises alors qu'ils font du placement privé. C'est le cas de BlueBay, M&G ou Avenue Capital, qui ne font des placements privés qu'aux entreprises situées en Allemagne, au Royaume-Uni ou dans les pays nordiques, dans les juridictions *creditor friendly*.

**Q.** Guillaume Plantin, pouvez-vous nous expliquer un peu plus comment cela se passe au niveau européen ? La France est-elle vraiment défavorisée et pouvons-nous tendre vers plus d'égalité dans cet accès au crédit ?

**G. P.** Je viens de cosigner une note sur l'accès au crédit des PME en France. Il est toujours difficile, lorsque les entreprises investissent peu, de savoir si cela vient de l'offre ou de la demande. Cela étant, nous avons regardé l'évolution entre pays européens et dans le temps de toutes les enquêtes disponibles sur le crédit. Quand on demande aux banques, si elles rationnent le crédit ou pas, elles ont tendance à dire non. Quand on demande aux entreprises si les banques rationnent le crédit, elles ont tendance à répondre oui. Donc, ces études, à une date et dans un lieu donnés, ont peu d'informations. Si nous regardons leur évolution dans le temps et si nous comparons entre pays, au moins nous pouvons avoir un sens des évolutions. À part sur deux aspects que je détaillerai, rien ne montrait un rationnement important du crédit pour les PME en France en ce moment où, bien sûr, la situation est pire qu'en 2004, pour des raisons macro-économiques, mais où elle ne s'est pas dégradée lors des deux-trois dernières années. Les entreprises investissent peu parce qu'elles ont peu de projets profitables. C'est la raison principale.

Néanmoins, il existe des tensions en matière de financement de trésorerie qui paraissent très spécifiques à la France. Il en existe également pour les très petites entreprises. Pour les financements de trésorerie, nous pensons que c'est en partie lié à la symétrie des tailles de firmes en France. Beaucoup d'entreprises sont fournisseurs de grandes entreprises qui, soit délibérément, soit pour des raisons

de bureaucratie, ont des délais de paiement... Par ailleurs, l'affacturage inversé est très peu développé puisqu'il est dans le giron du secteur bancaire et il n'y a pas la même agressivité qu'aux États-Unis pour développer les solutions alternatives. Nous recommandons, par tout moyen, de développer le recours à l'affacturage inversé pour les financements de trésorerie et de le rendre obligatoire dans certains cas pour l'accès à la commande publique.

Pour l'accès au crédit des TPE, nous avons fait une proposition, qui a été un peu retoquée par le Conseil constitutionnel, pour de mauvaises raisons selon moi, dans la loi Hamon en 2013. Nous pensons qu'il s'agit surtout d'un problème micro-économique ou informationnel, qui est le problème agrégé au rationnement du crédit. Nous proposons d'essayer de développer en France un *scoring* positif sur le modèle du FICO américain. Le problème de fond réside dans le fait que 85 % des embauches nouvelles se font avec des CDD. Or, il n'est pas possible d'emprunter quand on a un CDD. Dès que votre score augmente, si vous payez vos factures d'électricité, d'eau régulièrement, si vous avez pris un crédit à la consommation et que vous l'avez remboursé, cela permet d'emprunter à ceux qui n'ont pas de CDI, qui n'ont pas de mise de départ. Le Conseil constitutionnel considérait que le risque en termes de *privacy* était trop grand par rapport au bénéfice. Nous sommes en désaccord avec cette analyse économique.

**S. V.** Guillaume Plantin évoque une nouvelle note des économistes relative à l'accès au financement des PME. Il mentionne l'accès au crédit pour faire des investissements. Apparemment, la situation française n'est pas si dramatique que cela, mais il existe une spécificité pour l'accès à la trésorerie.

J'essaie de répondre sur le plan juridique que, lorsqu'on veut financer un actif en France, on a le système du crédit-bail qui est un sujet important actuellement. En fait, comme les sûretés ne marchent pas en France, on a inventé les sûretés-propriété. Cela signifie qu'on a trouvé des moyens d'échapper à la procédure

collective en permettant aux créanciers de rester ou de devenir propriétaire des actifs. Les avocats présents dans la salle vous diront qu'ils adorent la cession Dailly, c'est-à-dire les cessions de créances sous le régime de la loi Dailly qui permettent à un emprunteur de céder ses créances et ce mécanisme n'est pas remis en cause par l'ouverture de la procédure collective. Le créancier perçoit les créances du débiteur à la place de ce dernier malgré l'ouverture de la procédure collective. On adore aussi la fiducie qui permet d'organiser le transfert des actifs dans un patrimoine d'affectation. Nous avons même cinq lois pour améliorer le régime de la fiducie. Pour les plus petites entreprises, le crédit-bail est sûreté-propriété importante. Le crédit-bail permet de faciliter le financement de l'actif. Le créancier conserve la propriété du bien. Le débiteur paye des loyers et, à la fin, il a une option à 1 euro pour acheter l'actif. En fait, il s'agit de prêt sur gage déguisé. C'est juste que, virtuellement, on a considéré qu'il y avait un transfert retardé de propriété. En Allemagne, le crédit-bail a le même régime que le prêt sur gage.

Pour revenir à la note de Guillaume Plantin, effectivement il n'y a peut-être pas de problème d'accès au crédit, parce que les créanciers se sont organisés, avec l'appui des juristes qui sont très soucieux de maintenir leur droit de propriété et de le faire respecter de manière plus forte que le droit personnel, tiré du contrat de prêt, et ce, même si un crédit-bail regardé d'une manière économique est pas bien différent du prêt sur gage. Par contre, pour le financement de trésorerie, c'est plus difficile car il n'y a pas d'actifs. On pourrait envisager de faire un gage de stock, mais ce n'est pas efficace aujourd'hui, parce qu'il ne permet pas au créancier d'échapper à la procédure collective.

C'est pourquoi, en ce moment, le débat est très fort au niveau des pouvoirs publics. Chez Droit & Croissance, on prend la position que tout le monde a raison. Les établissements bancaires ont raison de dire qu'il ne faut pas remettre en cause le crédit-bail, parce que c'est la seule sûreté qui marche pour financer

l'achat d'actifs et sa remise en cause serait extrêmement grave en terme d'accès au crédit pour les petites entreprises, parce que, notre droit des faillites étant ce qu'il est, il n'est pas possible de le traiter comme un simple prêt sur gage. Il n'est pas non plus possible de copier le modèle allemand. Je me mets aussi à la place des emprunteurs qui, en cas de problème temporaire, vont se mettre en procédure collective. Normalement, ils devraient bénéficier du principe de l'arrêt des poursuites le temps, afin de respirer pour réorganiser la restructuration du passif et de l'actif, pour ensuite repartir. Simplement, dans le régime français actuel, ce qui est incroyable, c'est que le crédit-bail, alors que c'est une ligne de passif, est traité comme un contrat en cours par les juristes. Il est traité comme un contrat qui participe au résultat d'exploitation. Quand vous êtes en procédure collective, vous avez un régime qui interdit, par exemple, à votre fournisseur de résilier le contrat qui le lie à vous sous prétexte que vous rentrez en procédure collective. Donc on impose le maintien du contrat ; seul l'administrateur judiciaire ou le débiteur peut décider de résilier ou pas. Ce régime, qui a pour but d'éviter une destruction de valeur liée à l'ouverture de la procédure collective, par le fait même que les contrats qui participent à la génération du résultat disparaissent, est appliqué au crédit-bail. Cela n'a pas de sens. Du coup, en dépit du fait que vous rentrez en procédure collective, on continue à vous demander de payer les annuités au titre du contrat de crédit bail, et si vous voulez toujours bénéficier de l'option d'achat, vous devez payer les annuités passées. Par conséquent, l'effet est incroyable sur la trésorerie de l'entreprise. Vous rentrez en procédure collective et toute votre trésorerie est aspirée. Par ailleurs, le droit des faillites n'étant pas efficace, il n'y a aucune incitation pour un nouveau créancier à venir vous prêter, même à des taux très importants.

En ayant refusé de regarder la sûreté pour ce qu'elle est, à savoir un droit de priorité des créanciers par rapport aux autres, au lieu de considérer que le

redressement d'une entreprise se justifiait à condition que cela génèrait plus de valeur que la liquidation, on est resté dans une logique où les droits des créanciers sont opposés à ceux des débiteurs, au lieu de considérer qu'on doit opposer les droits des créanciers titulaires de sûreté à celui qui n'en a pas ou opposer le droit des créanciers juniors aux droits des actionnaires. À l'heure actuelle, on est complètement bloqué, parce que dans le débat autour de la réforme du crédit-bail, les deux parties ont raison. La seule issue est de proposer une véritable réforme du droit des faillites c'est certes une vraie révolution mais elle aurait le mérite de mettre tout le monde d'accord.

Pour mémoire, l'idée circulait de réformer le crédit-bail. Au début, il était question de l'insérer dans la loi Macron. Après, il a été question d'une ordonnance d'habilitation. Cette idée, a été finalement supprimée. Aujourd'hui, il y a une mission de l'Inspection générale des finances – en France, cela marche ainsi – qui est habilitée pour auditionner et discuter de ce qu'on va faire du crédit-bail. C'est l'impasse.

Les pouvoirs publics vont souhaiter faire évoluer le gage sur stock, mais ce, *a minima*, parce que, si on ne change pas ce que nous venons d'exposer, on ne fera que du bricolage. Pour notre part, nous sommes d'accord pour du bricolage dans l'immédiat parce qu'il faut lancer des signaux très forts de réforme, à court terme en tout cas. Droit & Croissance défend qu'un choc de réforme est à faire. Cela dit, il faut envisager de travailler sur le long terme. Nous demandons que nous soit donnée la possibilité de faire une proposition dans deux ans et qu'on sorte du court-termisme dans lequel nous sommes perpétuellement, acteurs privés comme politiques. Travaillons un petit peu pour le moyen terme. C'est sûr, ce que nous proposons, ce que souhaitent les économistes ne va pas se faire en quinze jours. Un accompagnement des différents acteurs économiques est à faire. Beaucoup de pédagogie est à faire auprès des acteurs économiques, ce qui ne peut se faire que si un processus est avancé.

Je terminerai en prenant l'exemple de ce qui vient de se faire aux États-Unis, qui ont une loi qui date de 1978. Ils ont fait une réforme mineure en 2005, qui a changé quelque chose de fondamental. À part cela, il n'y a rien eu d'autre. En France, nous en sommes à notre cinquième réforme en dix ans. Les États-Unis viennent de terminer un processus de réflexion qui a duré trois ans, avec un rapport de 500 pages, des auditions publiques – c'est sur le site de l'American Bankruptcy Institute – et des recommandations extrêmement précises ont été faites. Il existe donc un consensus très fort, avec un travail qui s'est fait dans la durée, de manière extrêmement sérieuse. Il a été mené et porté par un professeur, ancienne avocate d'un grand cabinet d'avocats avec l'aide d'une large équipe. Pour notre part, publiquement nous avons demandé que nous puissions mettre en place un tel processus de réflexion en France. Il faut interdire de réformer dans l'urgence, même si je mesure que, parfois, il faut envoyer des signes forts.

**Q.** Plusieurs d'entre vous ont cité les États-Unis en exemple. Pourtant, Vincent Pansard, nous pouvons nous demander si avoir une juridiction plus favorable protège vraiment des crises financières.

**V. P.** On ne peut pas régler le problème de la spéculation et des crises qui en résultent avec le droit. Cependant, l'idée est d'amortir les chocs. On pourrait aussi argumenter que les États-Unis ont mieux réussi à redresser la barre et ont assaini le système bancaire plus rapidement que l'Europe. Il conviendrait de créer un système plus transparent pour que les banques sachent ce qu'elles ont au bilan et connaissent les taux de recouvrement dont elles disposent.

**Q.** Jacques Delpla, vous avez évoqué l'union des marchés de capitaux. Existe-t-il une volonté politique en France de faire cette union des marchés de capitaux ? Paris peut-il être une place attractive au sein de cette dernière ?

**J. D.** Chaque fois que je parle avec des juristes, j'en sors profondément déprimé. Chaque fois, j'apprends des choses encore pires. Le jour où on m'a expliqué que le *ranking* des droits de propriété n'était pas ce que j'avais appris à l'école, qu'on pouvait être créancier *junior* et que les ordres pouvaient être inversés au tribunal, ce sont des horreurs pour un économiste.

Je crois à la concurrence et, selon moi, il faut aller vers la concurrence des droits. Sophie Vermeille essaie de faire bouger les choses en France. C'est remarquable. J'ai quelques doutes sur la capacité du système français à se réformer sur ce point. Ne faut-il pas envisager la concurrence des droits ? Vous évoquez les États-Unis et leurs juridictions spécialisés. Ne faut-il pas aller plus loin en Europe sur la concurrence des droits nationaux ? Il n'y aura pas de droit fédéral européen tout de suite, mais ne pouvons-nous pas imaginer quelque chose qui permettrait à tout le monde de faire des contrats de prêt au Luxembourg, par exemple ? Pour l'instant, c'est possible pour les grandes multinationales. Pour arriver à cela, il faudrait que n'importe quelle banque, peut-être avec l'Union bancaire, puisse choisir.

Pour répondre directement à votre question relative à la France et à l'Union des marchés des capitaux. C'est une superbe proposition que de faire un marché des capitaux unique, complémentaire à une Union bancaire sur les marchés. Aujourd'hui, c'est la balkanisation forte. En France, c'est plutôt le contraire. On a créé des Fonds de Prêts à l'Economie pour relancer les prêts non bancaires à l'économie française, il y a un an. Tout est fait pour que ce ne soit que français. Il existe donc une incompatibilité entre le droit français et le processus européen. Les fonds de prêts à l'économie, vous ne pouvez mettre que des prêts français. En tout cas, il n'est pas possible de mettre les prêts français à titriser dans un fonds luxembourgeois ou autres. C'est très franco-français. Le Trésor a diagnostiqué un problème d'offre sur les crédits, ce qui n'est pas si évident. Donc on a fait un droit français et on a complètement oublié qu'une autre partie

du Trésor fait des affaires européennes. C'est le même directeur du Trésor, le même ministre des Finances, le même Premier ministre, le même président de la République, mais on fait des choses totalement différentes. Cela laisse peu d'espoir sur la capacité de réforme européenne. Pourtant, le Trésor est la partie la plus européenne de l'administration française.

Tout est fait pour que l'Union des marchés de capitaux n'avance pas. Je vous passe l'histoire des taxes Tobin sur les transactions financières, qui existent dans certains pays et pas dans d'autres. Je ne vois pas comment on peut avoir un marché des capitaux efficace si, dans quelques pays comme la France, il existe des taxes sur n'importe quelle transaction et si, à deux heures de TGV plus loin, au Luxembourg, certaines taxes sont inexistantes. C'est hallucinant.

**Q.** David Chijner, quel est votre point de vue plus juridique sur cette Union des marchés de capitaux ?

**D. C.** Dans une certaine mesure, l'Union des marchés de capitaux existe, mais elle est malmenée à deux niveaux. Premièrement, une quantité très importante d'obligations sont aujourd'hui émises au Luxembourg et à Londres, alors même que les émetteurs sont de divers pays, y compris de France. En tant que place de Paris, cela pose problème puisque cela fait déplacer le *business* et revient à réduire le PIB national à terme. Cela dit, et je prêche certainement pour ma chapelle me diront les économistes, il y a d'autres problématiques. Il existe des instituts d'uniformisation, telle la LMA (London Market Association), qui cherchent à créer des dettes bancaires les plus uniformes possibles à travers l'Europe, avec des conditions les plus standardisées possibles. Un jour, j'étais devant l'European High Yield Association à Londres qui me demandait ce que je pensais de leur *security package* appliqué à la France. Je n'ai pas pu m'empêcher de leur répondre que sa valeur nette présente était inférieure au coût de la rédaction du *package*, tout simplement parce que, fondamentalement, ils en

sont encore aux sûretés que j'appelle « à l'ancienne », c'est-à-dire à des nantissements, à des gages et non pas à des sûretés avec des dépossessions qui ont le mérite d'irriter Sophie Vermeille parce qu'elles sont radicalement efficaces.

**S. V.** C'est parce qu'elles échappent à la procédure collective.

**D. C.** Cela dit, la problématique fondamentale n'est pas tellement celle de l'Union des marchés de capitaux ; ils sont unis. Tout à l'heure, il a été question d'un certain nombre de fonds, qui ne viennent pas prêter en France. J'en ai d'autres qui veulent bien prêter à des entreprises en France, mais qui ne veulent pas prendre le TGV à moins de 15 % par an, alors qu'ils prendraient un avion pour Francfort à 10 % ou 12 %.

Le marché est relativement uniformisé. La question est celle de l'endroit où, en termes de notre infrastructure juridique, nous voulons nous positionner dans ce marché. Si je prends ces 3 % à 4 % supplémentaires que paient toutes les entreprises françaises pour financer le jackpot aléatoire d'un certain nombre de classes, on se retrouve dans les effets négatifs ou les effets non voulus ou non consciemment voulus de notre régime des procédures collectives. Lorsqu'on donne aux créanciers *junior* et aux actionnaires 15 à 20 % de la valeur de l'entreprise, même quand, d'un point de vue théorique, leurs actions et la dette junior valent zéro, les investisseurs, qui sont au minimum paneuropéens quand ils ne sont pas planétaires, le « *factorisent* » dans leur décision d'investissement, et ce sont les autres entreprises, celles qui ne vont pas en procédure collective, qui en paient le prix. Je ne parle même pas des coûts de transaction.

**V. P.** Je suis totalement d'accord. Le coût est juste prohibitif et, pour les sociétés françaises, c'est beaucoup plus compliqué de lever des capitaux auprès de ces institutions. J'estime le coût de l'ordre de 3-4 %. C'est une surprime comparée aux entreprises européennes de juridictions plus favorables.

**S. V.** En tant que praticienne, je préciserai que nous sommes amenés, si nous aidons notre client, à émettre de la dette obligataire, à rédiger ce que nous appelons un « *prospectus d'émission* ». Si votre émetteur est certes français, mais a des filiales partout en Europe, comment faire comprendre ce risque à l'investisseur ? Nous sommes amenés à faire des prospectus de 400 pages. La partie facteur de risque, la plus importante, en compte 25. Il y sera question de tout, du bilan, de l'instrument qui pourrait peut-être ne pas marcher dans une prévisibilité de 0,1 %. En fait, le sujet le plus important est l'évaluation de la perte en capitaux. Ce qui nécessite de comprendre le droit des faillites, mais comment faites-vous pour faire comprendre aux investisseurs que, compte tenu du fait que l'émetteur détient un certain nombre de filiales dans plusieurs Etats européens, leur perte en cas de défaut va dépendre de plusieurs droits nationaux tous différents des uns et des autres ?

**D. C.** Il peut y avoir une raison supplémentaire d'être terrorisé par la capacité des juristes à inventer des bêtises. Nous sommes l'un des quelques pays, c'est une spécialité appelée à Londres le « Club Med » (France, Italie, Espagne), où nous avons le monopole bancaire. Dans la plupart des pays germaniques et anglo-saxons, un établissement de crédit n'est pas réglementé sauf par rapport au crédit à la consommation. C'est un établissement de dépôt qui est réglementé en termes prudents. En d'autres termes, l'acte de recevoir de Madame tout le monde son épargne en dépôt est un acte qui justifie, en termes d'intérêt général, que l'établissement soit réglementé. En revanche, le fait de faire un prêt ne l'est pas. N'importe qui peut prêter à une entreprise. En France, nous avons le monopole bancaire. Nous pouvons en faire l'historique, mais le résultat c'est que faire un contrat de prêt bancaire, qui d'ailleurs est un contrat de prêt tout court, bon marché et relativement standardisé, est souvent impossible quand on a enfin quelqu'un qui veut bien prêter. En effet, on est obligé de passer par un mécanisme obligataire qui possède exactement les mêmes caractéristiques

économiques, sauf qu'il est soumis à davantage de formalités et de formalismes, ce qui augmente le coût de transaction assez radicalement.

**Q.** Nous vous remercions et passons aux questions-réponses.

**Clarisse BESNIER**, *avocate cabinet Freshfields*. Dans toutes vos analyses, prenez-vous en compte la psychologie et la capacité des Européens à ne plus voir leur banque comme la chapelle du village ? On parle de la désintermédiation. Or la mentalité, notamment française, est quand même d'avoir un monde bancaire intermédié. Comment évaluez-vous le facteur psychologique des citoyens français et européens pour aller vers un emprunt à l'américaine ?

**J. D.** Je ne suis pas sûr qu'il s'agisse d'une question de psychologie. Il s'agit d'une question d'information. Les banques existent depuis 600 ans. Elles sont quand même les meilleures à analyser le risque local.

Avant la crise, j'étais plutôt contre le monopole bancaire. Ce qui s'est passé aux États-Unis m'a fait beaucoup changé d'avis au moins sur les individus et les ménages. L'absence de monopole bancaire fait que des personnes font absolument n'importe quoi. L'absence de réglementation crée les *subprimes*, les *pay-days*, les *Loan Sharks*... Cela suppose que les gens soient un peu rationnels et éduqués. Or aux États-Unis, ces produits sont vendus à des populations latinos qui lisent mal l'anglais, pour qui c'est compliqué. La finance dérégulée, c'est cela aussi.

**C. B.** On en vient à une désintermédiation, mais extrêmement régulée pour atténuer les effets des *subprimes*...

**J. D.** J'avoue que la crise m'a fait devenir favorable au monopole bancaire pour les individus. Nous avons vu la catastrophe pour certaines personnes et pour

l'économie. En revanche, sur les *corporate*, on peut l'envisager. Si vous voulez enlever ce que vous dites, c'est le paysage américain.

**D. C.** Je déteste déprimer Jacques Delpla, mais les *subprimes* ont été quasiment toutes vendues à des gens par des institutions qui avaient la licence de banque.

**J. D.** C'était une licence formelle.

**D. C.** Qu'il faille une réglementation quant au crédit à la consommation à des personnes physiques, je pense que qui que ce soit de sensé ne le nie. En revanche, pour les entreprises...

**S. V.** Il faut faire attention aux transferts de risque des acteurs non soumis aux règles prudentielles aux acteurs soumis à de telles règles. On doit pouvoir réduire le champ du monopole bancaire et permettre en France, à des acteurs privés comme les *hedge funds*, d'investir sous forme de prêts, à la condition que les banques qui sont susceptibles d'investir dans de tels fonds n'y trouvent là pas un moyen de contourner des règles prudentielles.

**G. P.** Je ne suis pas tout à fait d'accord avec Jacques Delpla. Sur la question du monopole bancaire ou pas, les situations étant très hétérogènes dans le monde entier, je ne pense pas que les économistes puissent vraiment conclure qu'il y ait une réponse unique, valable dans tous les pays sur les rôles respectifs des marchés et des banques. Cela dépend de nombre d'autres facteurs de l'économie. Il est difficile de se prononcer sur ce sujet. Je n'ai pas une opinion très tranchée. Je pense que la crise de 2008 est une crise bancaire aux États-Unis. Le *shadow banking sector* a été un moyen, pour le secteur bancaire, de ne pas s'appliquer la réglementation prévue. Je dirais qu'il s'agit plus d'une crise de la supervision que d'une crise de la réglementation. Nous n'avons aucune preuve que la réglementation était mauvaise. Nous savons simplement que, lorsqu'elle n'est pas appliquée, cela ne marche pas.

**UNE INTERVENANTE.** Quelle est votre analyse ou appréciation de la réglementation récente sur le *crowdfunding* ?

**V. P.** Vous faites allusion à des sociétés qui rassemblent des investisseurs particuliers et qui permettent d'investir...

**L'INTERVENANTE.** Pas aux États-Unis. Simplement en France.

**J. D.** Pour moi, c'est de l'abus. Je suis allé regarder sur les sites pour les entreprises. Si je veux changer ma camionnette ou m'acheter un petit engin dans le BTP et je demande un *crowdfunding*. Les taux d'intérêt sont à 10 %. En période de déflation et de récession... Ma suspicion, c'est que ces personnes ne sont plus en mesure d'obtenir du prêt classique *collateralisé* auprès des banques, du *love-money* de la famille, ou toutes les sources traditionnelles de financement à un taux d'intérêt normal, autour de 2-3 % aujourd'hui, aillent chercher des financements auprès du public en les attirant avec des taux d'intérêt à 10 %. Je pourrais comprendre s'il y avait au moins des garanties offertes. Il faut savoir que les personnes qui jouent les intermédiaires prennent une marge de 1 % par an. Ils font juste la plate-forme, ils prennent 1 % du total. Ce sont des coûts d'intermédiation extrêmement élevés. C'est la preuve qu'il existe une situation d'asymétrie d'information. Les personnes qui vont là, c'est parce qu'elles ne peuvent emprunter nulle part ailleurs. Il s'agit typiquement de gens qui sont dans un secteur en dépression, en contraction absolue qui font du *survival*. Ils essaient de s'acheter le petit engin BTP qui fonctionnera mieux que celui du voisin, en sachant que la demande va être divisée par deux, demain. Évidemment, les gogos qui vont dans ces *peers to peers* vont perdre leur chemise. La bonne chose dans la réglementation réside dans le fait qu'on n'a pas le droit de trop prêter. C'est un peu comme le Loto ou un casino.

**UNE INTERVENANTE.** J'ai deux questions à l'adresse de Sophie Vermeille. Premièrement, j'ai bien compris que, pour assurer le crédit aux entreprises, il faut s'intéresser à un droit des sûretés et bien séparer les créanciers entre eux,

faire des catégories, « *marketer* » les créanciers *senior* et *junior*. Je me demande si cette philosophie ne risque pas de conduire à encourager encore plus le recours au crédit. Juriste, j'ai l'impression qu'on fait primer l'accessoire, la garantie sur le crédit. Parmi les raisons d'octroyer un crédit, figure la confiance dans l'avenir de l'entreprise qu'on va financer. Si je reprends votre schéma, en fait, on ne va prêter qu'aux riches. Je ne vais prêter que parce que je suis sûre d'être *senior* créancier et d'avoir une bonne garantie. Cela signifie que cela a un impact sur les *junior*. Je prête parce que je suis sûre de la garantie. Je suis sûre parce que j'ai une hypothèque, un *mortgage*, parce que j'ai un gage sur stock, éventuellement du crédit-bail, de la cession Dailly.

Par contre, nous le savons, la France est constituée d'un tissu de PME. Ce ne sont pas de grosses entreprises qui vont aller chercher un tribunal à Bruxelles. Pour moi, j'ai une dichotomie avec cette histoire européenne. Je vais prêter aux grosses entreprises qui ont les moyens de fournir les garanties et, à l'inverse, je prêterai moins aux petites entreprises parce qu'elles n'auront pas de garantie à me donner.

Le risque n'est-il pas d'une attrition du crédit, renforcée par le fait que, si je suis créancier *junior*, tel qu'un fournisseur non payé et nous connaissons les délais particulièrement longs en France, je vais me retrouver éjecté de la procédure et, moi aussi, je vais aller au tapis ?

Deuxièmement, on va donner le pouvoir au créancier de décider du sort de l'entreprise. En a-t-il envie ? Un créancier, fournisseur ou banquier, a envie de faire du *business* que ce soit par un crédit bancaire ou en vendant son matériel à l'entreprise. Il n'a pas envie de se retrouver propriétaire par sa créance, disons, de 80 millions de compresseurs. Je suis banquier, je n'y connais rien du tout. Qu'est-ce que je fais de ces compresseurs, une fois le gain sur stock réalisé ?

**S. V.** Concernant votre première question qui traite de la question du *collateral*, bien sûr, cela va encourager les prêteurs à financer en fonction de la qualité du

collateral. Si l'actif grevé porte sur un actif en particulier, cela peut poser problème. La crise a démontré qu'à certains moments, les prêteurs n'ont pas regardé les fondamentaux des emprunteurs et se sont focalisés uniquement sur le *collateral*. Aussi l'issue n'est-elle pas que sur le *collateral*. Cela étant, il faut le reconnaître, dans des situations particulières, il y a une restriction au crédit et les nouveaux prêteurs ne viendront que s'ils passent devant tous les autres grâce au *collateral*.

Si des *hedge funds* viennent me voir car ils envisagent de prêter à une entreprise en difficulté – je suis avocate en restructuring - je peux vous garantir que l'idée qu'ils se retrouvent *pari passu* avec les prêteurs initiaux est juste inacceptable pour eux. Il faut donc s'adapter et c'est tout l'intérêt du *collateral*. Un droit renforçant l'efficacité des collatéraux ne doit pas dédouaner les banques de regarder les fondamentaux. Pour moi, il incombe au superviseur de faire un tel travail.

Par ailleurs, vous vous demandez si cela ne va pas encourager uniquement le crédit *collateralisé*. C'est un point tout à fait juste. Une réforme du *Chapter 11* est en cours parce que l'évolution du crédit a entraîné le développement de la dette *second lien*, c'est à dire de la sûreté de second rang. En effet, la procédure du *Chapter 11* a donné beaucoup de droits aux titulaires d'un *collateral*. En conséquence, des ajustements sont à faire. La situation n'est pas noire ou blanche. Ma présentation est restée schématique, la réalité est plus subtile. Il faudra rapidement faire attention à ne pas tomber dans certains travers. Autant tirer les leçons de ce que les États-Unis ont appris depuis 2005. Néanmoins, il faut reconnaître qu'il n'existe pas d'autre accès que le *collateral* pour encourager le crédit.

Au niveau des petites entreprises, on peut très bien avoir une *floating charge* de droit anglais, c'est-à-dire une sûreté sur l'ensemble des actifs. Le prêteur doit

alors faire une analyse sur la viabilité de l'entreprise, puisque c'est l'ensemble de ses actifs qui seront *collateralisés*.

J'en viens à votre seconde question. Le point n'est pas de dire que les banquiers doivent devenir les actionnaires des entreprises, mais qu'il convient de les mettre dans des conditions telles qu'ils puissent décider du sort de l'entreprise. Les banques sont alors en capacité de pouvoir plus aisément céder leurs créances sur les marchés, ce qui permet l'arrivée de nouveaux investisseurs, dont le métier est de racheter de la dette à un prix décoté. Il appartient ensuite à ces investisseurs de faire le choix de convertir leurs créances en actions s'ils ont intérêt à cela, et donc, par conséquent, si c'est dans l'intérêt des entreprises. Le marché secondaire de la dette s'est déjà extrêmement développé ces dernières années en France. En effet, la politique monétaire étant ce qu'elle est, elle provoque des bulles spéculatives et encourage le développement du marché de la dette. Nous voyons arriver des *hedge funds* prêts à investir dans pratiquement n'importe quoi parce qu'ils ont juste levé trop de fonds. C'est dangereux. La politique monétaire est responsable de cette situation.

Les études ont démontré aux États-Unis qu'une entreprise qui émerge du *Chapter 11* avec, à sa tête, un investisseur type *hedge fund* a beaucoup plus de chances de sortir qu'une entreprise émergeant avec un agglomérat de créanciers. Regardez l'exemple de la SAUR qui n'a pas d'actionnaire de référence. Elle se retrouve à nouveau en conciliation. Une entreprise qui émerge en procédure collective a besoin d'une gouvernance forte, avec un alignement d'intérêts très fort entre les dirigeants et les actionnaires. Bien sûr, il existera toujours dans des cas isolés des *hedge funds* dont les actions conduisent à des destructions de valeur. Peut-être, il y aura toujours des erreurs et des problèmes, mais globalement, les études américaines ont démontré que les *hedge funds* apportaient plus de bénéfices que de coûts.

**UN INTERVENANT DE L'AMF.** Vous n'avez pas évoqué les créanciers super privilégiés dans cette nouvelle architecture du droit des procédures collectives efficace. J'aimerais avoir votre sentiment sur le statut de ces créanciers, compte tenu de l'état des finances publiques et du climat social. Ce peut être mis éventuellement en perspective avec les volontés politiques ou non de réformer ce droit des procédures collectives.

**D. C.** Parlez-vous de super privilégiés ou de privilégiés ?

**L'INTERVENANT.** Je parle des privilèges fiscaux et sociaux

**D. C.** Des privilégiés, donc, parce que les super privilégiés, ce sont juste les salariés pour 40 000 euros chacun.

**L'INTERVENANT.** Plus général.

**S. V.** C'est une très bonne question. Il existe un rang de priorité pour les créances fiscales. C'est issu d'une vieille règle qui venait de Bologne. C'était à une époque où, en cas de faillite d'un commerçant, toute la cité pouvait se retrouver en grande difficulté. Aujourd'hui, nous en sommes quand même très loin. Il s'agit de savoir si, oui ou non, c'est légitime pour le Trésor d'avoir un privilège. J'aurais tendance à répondre par la négative aujourd'hui. En plus, le privilège donne une mauvaise incitation au Trésor. Il l'incite à laisser filer le passif fiscal et social. En l'absence de marché du crédit des entreprises privées en difficulté, c'est l'État qui joue ce rôle indirectement. Il autorise très facilement les débiteurs à ne pas payer les charges Urssaf et fiscales, ce qui est extrêmement dangereux parce que cela repousse le moment à partir duquel on devrait s'occuper de l'entrepreneur en difficulté. On lui fait une facilité de crédit qui n'est pas justifiée, puisque celui qui prend la décision – le fonctionnaire – n'est pas en situation d'apprécier si c'est justifié ou pas au regard des perspectives de trésorerie futures et il fait prendre un risque à l'entreprise.

Sur la question du privilège social, c'est un totem, il existe un problème de *quantum*. Les salariés ne sont pas des créanciers comme les autres, puisqu'ils ont investi leur capital humain dans l'entreprise. Aussi ne peut-on pas imaginer qu'ils soient traités *pari passu* avec une banque. C'est mon point de vue. Pour moi, cela n'aura pas d'effet *ex ante* sur l'accès au crédit, à partir du moment où on le limite raisonnablement en terme de *quantum*. Nous en venons à la discussion sur qui doit supporter la charge du chômage : l'entreprise qui licencie ou la collectivité ? Il est vrai qu'aujourd'hui, le privilège donné aux salariés contribue directement à la déconfiture des entreprises. Les investisseurs ne viennent pas parce qu'ils savent que tout l'argent qu'ils vont mettre ne va pas dans la poche de l'entreprise, mais dans celle des salariés qui sont partants. Il faut donc revoir ce *quantum*. C'est un gros sujet. Aux États-Unis, le privilège des salariés est limité à 12 000 dollars par tête. Je ne sais pas quel est le montant idéal. C'est un sujet qu'il faut avoir et qui est au cœur des préoccupations de tous les acteurs aujourd'hui. En effet, autant en 2008 et 2009, nous avions plutôt des dossiers avec des problèmes de bilan, autant à l'heure actuelle, avec la crise qui dure, il y a beaucoup de restructurations opérationnelles avec des enjeux énormes en termes d'emploi. Aussi l'inconvénient du privilège social a-t-il un effet démultiplicateur sur l'entreprise – je parle en particulier du super privilège – et la probabilité de rebond de l'entreprise est-il d'autant plus faible.

**J. D.** Philippe Aghion a fait un papier à ce sujet, il y a une dizaine d'années, dans lequel il montrait l'effet négatif du super privilège au niveau global, y compris pour l'État. Il vaudrait mieux abandonner ce super privilège social et fiscal. Cet abandon serait bénéfique sur un plan macro-économique, c'est favorable parce que cela développe plus de crédit et plus d'activité économique. Il y a une espèce d'illusion locale que le super privilège et tous les autres privilèges fiscaux et sociaux produisent des effets positifs. Une fois de plus, c'est un problème de contrat social. Nous ne sommes pas assez sociaux-

démocrates. C'est l'État qui assure l'ensemble des risques sociaux avec une bonne efficacité micro-économique. On veut à la fois payer une assurance sociale aux entreprises, qui n'en est plus une, mais qui est du transfert généralisé sans trop d'*accountability* démocratique et on voudrait que les coûts d'ajustements soient sur les entreprises qui ont déjà payé l'assurance. Par conséquent, ce n'est pas efficace.

**D. C.** Si je croise les deux dernières questions, le privilège général du Trésor et des différentes agences de sécurité sociale est aujourd'hui utilisé comme un mécanisme de crédit presque systématique. Or, la problématique, vue du tiers qui serait un investisseur potentiel qui viendrait du dehors, donc pas parmi les dirigeants, réside dans le fait qu'il n'y a aucune visibilité sur ce privilège ni sur les montants qui sont dans ce privilège.

Prenez les derniers comptes d'une entreprise, au 31 décembre, qui étaient en ordre. Il peut y avoir des dérapages énormes de TVA, parfois de droits de douane, les charges salariales côté employeur et côté employé, ce qui théoriquement relève de la correctionnelle, mais enfin on leur donne quand même du lest là-dessus. Tout à coup, vous vous retrouvez avec une entreprise où passent devant vous, créancier qui avez fait votre analyse crédit, des créances absolument énormes, alors même que les personnes qui ont pris la décision de venir devant vous n'ont pas fait une analyse économique basée sur la possibilité pour l'entreprise à moyen terme à assurer le paiement de ses obligations. Elles ont fait une analyse complètement différente telle que : « Ce sont les cantonales dans trois mois, je ne peux pas me permettre d'avoir 400 personnes dans la rue ». Je ne dis pas que cette analyse n'est pas légitime. Je ne dis pas que l'État n'a pas un rôle à jouer. Mais à partir du moment où il choisit de jouer son rôle, la moindre des choses est qu'il le fasse sur ses propres deniers et pas sur ceux des autres. Or, cela revient à faire du social avec l'argent de quelqu'un d'autre. Personnellement, j'aime beaucoup l'opéra, j'aimerais que vous me donniez

chacun 100 euros pour que je les donne à l'opéra, mais la donation sera à mon nom. C'est un peu la même chose. De ce point de vue, il y a un vrai problème. Dans les dossiers, on entend systématiquement "Vous êtes en difficulté, on va ouvrir un mandat *ad hoc*, on va aller voir la *commission des chefs de services financiers* – CODECHEF- qui ne porte plus ce nom et on va vous obtenir un crédit gratuit pendant six à douze mois". J'ai vu beaucoup de dossiers où cela a été refusé sur la base d'une efficacité économique. Cela ne fait juste pas partie des critères d'analyse. C'est là où je reviens à la prise de sûreté ou pas.

Je représente des investisseurs financiers majoritairement. Ces personnes sont tout à fait d'accord pour investir sans sûreté. Simplement, quand j'investis avec une sûreté qui marche, cela a un coût. Quand j'investis avec une sûreté qui est *junior*, le coût est différent. Si je veux faire un emprunt purement chirographaire, dans certains cas cela me coûtera 29 % par an. Si votre modèle est rentable à ce niveau-là, pourquoi pas ?

Les économistes vous diront qu'ils ont un modèle théorique, le CAPM, suivant lequel il faudrait faire un savant mélange de chacun des modes de financement pour arriver au financement optimal. En règle générale, vous n'avez pas un seul financement qui contient en lui l'ensemble des vertus. Dans notre système actuel, la capacité de prêteurs de rentrer à différents niveaux est complètement obérée par des règles extérieures : soit vous gardez un actif qui bascule chez la société si, un jour, elle a fini de payer ses traites – je caricature – et vous êtes relativement bien sécurisé, soit d'une façon ou d'une autre vous êtes en *high yield*, puisque, à partir du moment où l'entreprise dépose le bilan, vous savez qu'un an de privilège du Trésor va passer devant vous, vous allez avoir le super privilège des salariés à 40 000 euros chacun, puis le privilège ordinaire des salariés sur le différentiel entre cette somme et ce qu'ils espèrent pouvoir réclamer à l'entreprise (par exemple, 100 000 euros par salarié). Vous faites votre total et vous arrivez à la conclusion que créancier ordinaire de toute façon,

votre créance vaut zéro, que vous soyez avec sûreté ou sans. De ce fait, moi créancier rationnel, je peux tout à fait décider de prêter sans sûreté à 25 % par an ou à 29 % comme cela s'est fait dernièrement, en estimant que si je prête à quatre entreprises, et qu'avec un peu de chance une seule défaille, cela fera quand même du 15 % par an.

Nous sommes en train de créer un système où le créancier qui veut bien se contenter d'une marge relativement faible en contrepartie d'un risque relativement faible est chassé en dehors du marché.

Il reste les créanciers bancaires. Les banques jouent simplement un jeu statistique. Elles savent parfaitement que cela va souvent échouer, qu'elles récupéreront très peu parce que la France est un des pays où non seulement les créanciers ont peu de droits en cas de faillite, mais également où, statistiquement, le taux de recouvrement des créances est parmi les plus faibles. Donc la banque, créancier rationnel, fait une analyse statistique et prête à 1 000 entreprises en sachant qu'un certain pourcentage d'entre elles vont déposer et que, de ce fait, elle ne récupérera pas grand-chose auprès de ces dernières. Ce n'est pas la façon la plus efficace de gérer le crédit aux entreprises, généralement. Nous sommes un peu comme dans une classe d'écoles où il serait décidé de prendre les points de tous ceux qui ont plus de 15 de moyenne pour les donner à ceux qui ont zéro. Nous parlions tout à l'heure de dessert. C'est un peu ce genre de système. Vous avez un système où les bons élèves paient pour les mauvais.

Le mécanisme du privilège du Trésor crée une situation aberrante. Regardez ce qui s'est passé dans un dossier. Le département et deux autres entités locales ont prêté plus de 4 millions d'euros pour garder certains salariés en emploi trois mois de plus. Tout le monde savait qu'après l'ouverture de la liquidation, il n'y avait aucune chance de recouvrer l'argent. Mais ces gens-là s'en moquaient ; seul les intéressait le fait d'être à la une comme sauveurs de l'emploi local.

Comme après, c'était en période de liquidation, avec l'article 40, ils seraient remboursés et passeraient devant les vrais créanciers. Les personnes ont juste été gardées au travail pour ne rien faire, pour faire la une du journal local. Pour les créanciers, il s'agissait de professionnels, ils n'avaient qu'à se taire et qu'à circuler. Ce n'est pas un système efficace, me semble-t-il.

**L'INTERVENANTE.** Ce privilège de l'État est-il une spécificité française ?

**S. V.** C'est né en Italie. Cela a disparu en Allemagne. C'est en voie de disparition ailleurs.

**D. C.** Le problème n'est pas tellement le privilège. Quand vous faites une analyse purement juridique et comparative de ce que nous avons, il y a la même chose à peu près partout. Ce qui est différent, c'est l'utilisation qui en est faite. Donc ce sont les montants qu'on fait passer en privilège, par exemple les plafonds pour les salariés, et c'est le fait que l'État soit privilégié sur les créances en cours ou normales ne choque personne. Je n'ai pas payé ma TVA à la fin du mois quand je dépose, elle passe devant moi. Pourquoi pas ? Cela peut être modélisé. Dans la plupart des pays, je n'ai pas la TVA qui se transforme en banque et qui dit à l'entreprise : « Ce n'est pas grave, pendant six mois ne me paie pas la TVA, comptabilise-la et sers toi en pour faire le BFR de l'entreprise. » C'est, là, une spécificité française : le détournement du privilège normal de l'État pour ses créances normales en une forme de crédit super privilégié.

\*

*La séance est levée à 11 heures.*