



La Directive Restructuration : une lecture à la lumière de l'analyse économique du droit fonctionnelle

Par Vasile Rotaru



I.	Introduction.....	4
II.	L'approche économique des restructurations préventives	11
1.	Le choix d'une approche fonctionnelle de l'analyse économique du droit ..	11
1.1.	L'analyse économique du droit : une prise en compte des conséquences	12
1.1.1.	La justification d'une approche économique	12
1.1.2.	Les méthodes de calcul de la satisfaction des préférences	14
1.1.3.	L'approche fonctionnelle de l'analyse économique	18
1.1.4.	Conclusion	23
2.	Le rôle économique des procédures collectives.....	25
2.1.	Les objectifs des procédures collectives.....	25
2.1.1.	La facilitation du financement ex ante	25
2.1.2.	La distribution efficace des ressources ex post	27
2.2.	La Creditor's Bargain Theory : une négociation hypothétique derrière le voile de l'ignorance	41
2.2.1.	La nécessité du « voile d'ignorance »	43
2.2.2.	Les intérêts représentés dans les négociations hypothétiques	46
3.	Les restructurations préventives dans une perspective économique.....	50
3.1.	Les procédures préventives sont des procédures collectives comme les autres	50
3.2.	Les spécificités des procédures préventives	51
3.2.1.	Une ouverture précoce dans l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes	51
3.2.2.	Des mesures spécifiques	53
3.2.2.1.	Les remises et les rééchelonnements des dettes	53
3.2.2.2.	La cession de l'entreprise aux tiers	53
3.2.2.3.	La cession de l'entreprise aux créanciers	58
III.	De quoi la Directive Restructuration est-elle le nom ?.....	62
1.	Les deux modèles de procédures proposés par la Directive Restructuration	64
1.1.	Les modèles proposés par la Directive Restructuration	64
1.2.	La possibilité d'une concurrence normative « vertueuse »	66
1.2.1.	Le lent dépassement du traditionnel îlot de résistance à l'internationalisation.....	66
1.2.2.	La mise en concurrence des législations nationales européennes	70

1.2.3.	La mise en concurrence des règles nationales par la Directive Restructuration	71
2.	Les objectifs multiples du législateur européen.....	75
2.1.	La poursuite concomitante de différents objectifs	75
2.1.1.	Un élargissement graduel des objectifs du législateur européen.	75
2.1.2.	Les objectifs affichés de la Directive Restructuration	77
2.2.	Est-ce qu'un test de viabilité de l'entreprise est nécessaire pour accéder aux procédures préventives ?	79
3.	Des améliorations sensibles du régime de suspensions de poursuites	83
3.1.	La justification économique de la suspension des poursuites	83
3.2.	Les insuffisances du régime français de suspension de poursuites actuel	85
3.3.	Les options offertes par la Directive Restructuration	86
4.	Une attribution du pouvoir décisionnel aux créanciers.....	88
4.1.	La justification économique de la dévolution aux créanciers du pouvoir décisionnel.....	88
4.1.1.	Les conflits d'intérêts à l'approche de l'insolvabilité	88
4.1.2.	L'attribution du pouvoir décisionnel aux parties qui supportent le risque résiduel	90
4.2.	Le rôle des différentes parties prenantes sous la Directive Restructurations	91
4.2.1.	L'initiative d'ouverture des procédures.....	91
4.2.2.	Le droit de proposer un plan.....	92
4.2.3.	Le rôle accru des créanciers dans l'approbation des plans de restructuration	95
4.2.3.1.	L'application forcée au sein d'une classe de créanciers	95
4.2.3.2.	L'application forcée interclasse	104
4.2.3.2.1.	La justification d'une application forcée interclasse	104
4.2.3.2.2.	L'application forcée interclasse sous la Directive Restructuration	108
5.	Une consécration insuffisante de la protection des droits substantiels des créanciers exigée par la CBT	116
5.1.	Le "best interest of creditors test"	116
5.2.	Le traitement équitable des classes dissidentes.....	118
5.2.1.	La raison d'être du respect des règles de priorité : le droit de partager la plus-value de restructuration selon l'ordre des priorités	119

5.2.1.3.	Le partage de la plus-value de restructuration par une règle de priorité « relative ».....	123
5.2.2.	La règle de priorité tronquée et inefficace de la Directive Restructuration : un séisme à effet retardé	127
5.3.	Protection des créanciers contre un comportement abusif du débiteur	132
5.3.1.	Une protection par les seuls mécanismes contractuels insuffisante	133
5.3.2.	L'absence de « nullités de la période suspecte ».....	137
5.3.3.	L'absence de règles assurant la transparence des procédures...	138
5.3.4.	Les devoirs des dirigeants dans la « zone d'insolvabilité ».....	139
IV.	Les enjeux particuliers de la transposition française de la Directive Restructuration	143
1.	Favoriser l'émergence d'un marché secondaire efficient	143
1.1.	Une voie d'amélioration des procédures de valorisation	143
1.2.	Une voie de sortie pour des créanciers impatients	145
1.3.	Une voie d'entrée pour les hedge funds de dette décotée	146
1.4.	La nécessité de relâcher les règles de confidentialité en France	148
2.	Réformer le droit des sûretés en cas de procédure collective	150
3.	Réformer le droit des procédures collectives pour assurer sa cohérence .	156
V.	Conclusion	158
	BIBLIOGRAPHIE.....	160

I. Introduction

1. Le 20 juin 2019, le texte final de la directive n° 2017/1132 sur les cadres de restructuration préventifs (la « Directive Restructuration ») a été arrêté, après de longues années de négociations entre les parties prenantes dont les intérêts étaient profondément divergents. L'article 196 de la loi pour la croissance et la transformation des entreprises du 22 mai 2019 (la loi Pacte) habilite déjà le gouvernement à transposer la Directive Restructuration par voie d'ordonnance dans les plus brefs délais. La présente étude se propose d'offrir une lecture inspirée d'une approche économique « fonctionnelle » du texte de la Directive Restructuration, afin d'en identifier les innovations majeures par rapport au droit positif français, leurs motivations théoriques sous-jacentes et mérites relatifs¹.
2. Si le texte final de la Directive Restructuration vient d'être achevé, ce n'est pas un hasard, car elle répond à une profonde préoccupation du législateur européen quant à une possible prochaine crise de la dette privée.
3. En effet, depuis la crise financière de 2008, la Banque centrale européenne a déployé des moyens inédits pour maintenir des taux d'intérêt historiquement bas dans la perspective de stimuler la croissance économique et de préserver l'Euro². Cette politique accommodante a conduit à une véritable explosion du marché de la dette privée des entreprises, qu'il s'agisse du marché obligataire (en particulier du marché obligataire à haut rendement dit « *high yield* »)³ ou des prêts à fort effet de levier (dits « *leverage loans* »)⁴. Les faibles retours sur investissement des supports traditionnels d'investissement sur les marchés financiers (du fait de l'intervention de la Banque centrale européenne), expliquent l'attrait de nouveaux acteurs pour le segment de la dette d'entreprises à risque. Ainsi, on observe la multiplication d'acteurs non bancaires sur ces segments, à la recherche de rendements plus élevés que ceux désormais proposés sur les supports d'investissement traditionnels, L'accroissement de la demande pour des instruments de dette à risque a naturellement déséquilibré le marché en faveur des emprunteurs. Ainsi, la qualité des emprunteurs

¹ La présente étude reprend en grande partie notre récent article, v. Vasile Rotaru et Sophie Vermeille, « La Directive Restructuration : un texte sans socle intellectuel cohérent, mais une opportunité unique pour la France. Plaidoyer pour une transposition conforme à l'analyse économique du droit », RTDF, juin 2019, n° 2, 1.

² V. Thibault Dubreuil et Olivier Klein, « La sortie de la politique monétaire très accommodante de la BCE : enjeux et défis », *Revue d'économie financière* N° 127, n° 3 (22 décembre 2017): 335-52.

³ V. OCDE, « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy - OCDE », OECD Capital Market Series, février 2019.

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

(c'est-à-dire leur capacité future de remboursement de la dette) et des protections contractuelles des créanciers (les « covenants ») a drastiquement diminué⁵. Parallèlement, les structures des dettes privées sont devenues byzantines afin de financer les projets d'entreprises risqués et toujours plus endettés⁶. Cette nouvelle réalité économique est d'autant plus inquiétante que l'économie européenne approche la fin d'un cycle économique, certains facteurs laissant ainsi à penser qu'une crise de la dette privée est probable dans les prochaines années⁷, lorsque des montants très importants de dette arriveront à maturité⁸.

4. Les répercussions probables du futur retournement de cycle sur l'économie européenne et sur son système bancaire, ainsi que la nécessité de consolider l'Union des marchés de capitaux, ont motivé l'Union Européenne à envisager le développement d'un cadre commun de restructurations⁹. Une harmonisation des procédures collectives traditionnelles n'étant pas politiquement envisageable¹⁰, la Commission a

⁵ V. Bo Becker et Victoria Ivashina, « Covenant Light Contracts and Creditor Coordination », *Swedish House of Finance Research Paper No. 17-1*, s. d., qui note: "In 2015, 70% of newly-issued leveraged loans had weaker enforcement features, called covenantlight or « cov-lite; » this is nearly a three-time increase in cov-lite issuance compared to a previous peak in 2007"; V. aussi, S. Çelik, G. Demirtaş M. Isaksson, op. cit., p. 16: "In the post-crisis era, bond investors' search for yield in an environment of historically low levels of interest rates seem to have given bond issuers an opportunity to weaken the protection that covenants offer."

⁶ V. S. Indap, Investors in debt-laden companies face messy workouts, *Financial Times*, 22 janvier 2019.

⁷ V. R. Wigglesworth, Non-bank lenders thrive in the shadows, *Financial Times*, 4 février 2019.

⁸ Ces dettes risquées ne sont pas amortissables, l'emprunteur ne fait que s'acquitter des intérêts pendant la durée du prêt, ce qui explique la formation de « murs de la dette ». V. OCDE, « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy - OCDE », 6: "Considering the size and maturity profile of the current outstanding stock of corporate bonds, corporations in both advanced and emerging markets are facing record levels of repayment requirements in the coming years"; p. 24: "For instance, up to 2023, companies in advanced economies are supposed to have repaid 47% of their corporate bond debt that was outstanding by the end of 2018. On the other hand, emerging market companies will need to have repaid 69% of the outstanding amount."

⁹ V. COM (2016) 723 : « Les problèmes liés au marché unique ne se limitent pas aux situations purement transfrontalières. Même des affaires d'insolvabilité purement nationales peuvent produire un effet domine sur le fonctionnement du marché intérieur. [...] Un instrument limité uniquement aux insolvabilités transfrontalières ne résoudrait pas les problèmes à l'échelle du marché unique. »

¹⁰ V. Horst Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », *European Business Organization Law Review* 18, n° 2 (1 juin 2017): 275: "undertaking this harmonization with respect to Member States' 'traditional' insolvency regimes is sure to meet considerable political resistance. In particular, issues such as the governance of insolvency proceedings (including the role of the courts, insolvency administrators and the debtor), as well as the substantive ranking of claims are dealt with very differently across

proposé un cadre pour les restructurations « préventives », c'est-à-dire intervenant en amont d'une insolvabilité formelle (d'un véritable problème de liquidité) du débiteur, des dettes financières des entreprises européennes, d'abord par le biais de ses recommandations du 12 mars 2014¹¹ et ensuite dans le projet de la Directive Restructuration. Cette proposition s'inscrit dans un mouvement mondial favorable au développement des procédures préventives sans dessaisissement du débiteur (*debtor in possession*, ou *DIP*), qui sont par exemple la référence des nouvelles procédures singapouriennes¹².

5. Le texte finalement retenu fait suite à de multiples consultations avec les différentes parties prenantes et professionnels des restructurations. Notamment, un groupe de discussion composé de 22 experts a été formé en 2015 pour assister la Commission dans la coordination et la coopération avec les différents États membres et parties intéressées¹³. La Commission a également organisé des rencontres avec plus de 250 représentants des gouvernements et parlements nationaux, des représentants des syndicats, associations de consommateurs et commerçants intéressés¹⁴. De multiples consultations publiques ont également été organisées au même sujet dans le cadre du projet de l'Union des Marchés de Capitaux¹⁵, la Commission ayant reçu plus de 420 réponses venues de parties prenantes issues de tous les États membres.
6. Ce qui se dégageait de toutes ces multiples consultations, privées et publiques, semblait être une grande divergence des objectifs que les procédures préventives devaient poursuivre aux yeux des répondants. Généralement, les créanciers bancaires tout comme les banques centrales et les régulateurs des marchés financiers favorisaient l'harmonisation des procédures collectives et une réduction des périodes de suspension de poursuite, alors que les syndicats et les représentants des PME attendaient

Member States, which reflects diverse regulatory traditions and contested value judgments.”

¹¹ V. EC (2014) 1500.

¹² Généralement, Aurelio Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law » (Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 6/2018, 20 décembre 2018), <https://papers.ssrn.com/abstract=3290366>; ; pour Singapour, v. Gerard McCormack et Wai Yee Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws: Opportunities and Challenges », *Journal of Corporate Law Studies* 19, n° 1 (2 janvier 2019): 69-104.

¹³ V. https://ec.europa.eu/info/about-european-commission/service-standards-and-principles/transparency_en

¹⁴ V. https://ec.europa.eu/newsroom/just/item-detail.cfm?item_id=30874

¹⁵ V. https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm

une harmonisation favorisant le rétablissement des entreprises et la diminution des coûts des procédures¹⁶.

7. S'agissant des institutions européennes, les objectifs n'étaient pas moins divergents. Pour la Commission européenne, l'enjeu de cette proposition était avant tout un haut degré d'harmonisation européenne des procédures de restructuration financière. Le Conseil européen entendait retenir la plus grande flexibilité au profit des législations nationales, alors que le Parlement visait à préserver à tout prix les intérêts des employeurs dans les restructurations¹⁷.
8. Après de ces institutions, les différents négociateurs français visaient, comme le soulignent les participants à ces négociations¹⁸, à réformer le système de prise des décisions collectives dans les procédures de sauvegarde tout en préservant autant que possible le modèle des procédures préventives françaises, c'est-à-dire le couple conciliation / SFA ou SA¹⁹. On vise ici la possibilité, ouverte en droit français depuis la loi du 22 octobre 2010 (pour la sauvegarde financière accélérée, ou « SFA », régie par les articles L. 628-1 et suiv., notamment L. 628-9 et suiv. du Code de commerce) et la loi du 12 mars 2014 (pour la sauvegarde accélérée, ou « SA », régie par les articles L. 628-1 et suiv. du Code de commerce), pour un débiteur de solliciter d'abord l'ouverture d'une procédure de conciliation, confidentielle, pour organiser les négociations de restructuration avec ses principaux créanciers. Si aucun accord de conciliation n'est unanimement accepté par les créanciers appelés à la négociation, mais qu'un projet de plan « tendant à assurer la pérennité de l'entreprise » est susceptible d'être adopté selon les règles de majorité régissant le vote au sein des comités en procédure de sauvegarde, le débiteur peut solliciter l'ouverture d'une procédure de SA (concernant tous les créanciers soumis à l'obligation de déclaration de créances) ou d'une procédure de SFA (concernant les seuls créanciers financiers). Ces deux procédures jouent alors le rôle d'une phase rapide (3 mois non renouvelable pour la SA et 1 mois, renouvelable une fois, pour la SFA) de clôture de la conciliation en force, dans la mesure où il s'agit d'arrêter un plan de

¹⁶ V. sur ces différentes positions, Gert-Jan Boon, « Harmonising European Insolvency Law: The Emerging Role of Stakeholders », *International Insolvency Review* 27, n° 2 (2018): 150-77.

¹⁷ V. les propos du Rapporteur du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (CIRI), Clément Tiret, « Retour sur les débats intervenus autour de la directive Insolvabilité au sein des institutions européennes », *RPC*, n° 3 (2019): dossier n° 16.

¹⁸ V. Tiret.

¹⁹ V. craignant initialement un débordement du modèle américain, J. Ernst Degenhardt, « Le droit français est-il conforme à la proposition de directive européenne du 22 novembre 2016 visant à harmoniser le droit des procédures collectives ? », *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2017, 153.

sauvegarde en dépit de l'opposition d'une minorité de créanciers récalcitrants²⁰.

9. Les difficiles et longues négociations entre ces différentes parties prenantes expliquent la nature à la fois du projet initialement proposé par la Commission et du texte final retenu. Dès le départ, la Commission semblait trouver son inspiration dans les procédures du *Chapter 11* « du deuxième âge », c'est-à-dire des procédures consensuelles pratiquées aux États-Unis entre 1978 et le milieu des années 1990, fondées sur une grande place laissée aux négociations entre le débiteur et les créanciers plutôt que sur les interventions des juges ou tierces personnes et dont l'esprit répondait à l'idée que les procédures collectives devaient être seulement le prolongement des contrats conclus entre les créanciers et leur débiteur et servaient à faciliter la coordination des créanciers d'un même débiteur entre eux²¹. Toutefois, l'objectif de préserver les entreprises par l'ouverture très précoce des procédures explique le rôle d'une deuxième inspiration de la proposition initiale de la Commission, celle fournie par les *Scheme of Arrangement* anglaises, un cadre consensuel de négociations²². Comme nous avons le voir, cette double source d'inspiration manifestait déjà une certaine confusion des genres.
10. Le projet initial a subi d'importantes modifications avant son adoption finale, de sorte que le nouveau cadre proposé est censé répondre simultanément à deux problématiques. D'une part, le souci des pays latins de faciliter le refinancement à conditions équivalentes et à moindre coût des débiteurs européens²³, pour éviter ainsi les situations d'insolvabilité et

²⁰ V. Pierre-Michel Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, Dalloz Action (Dalloz, 2018), n° 224.00 et suiv. et n° 225.00 et suiv.

²¹ Depuis le milieu des années 1990, ces procédures consensuelles ont évolué dans la pratique. Alors qu'historiquement, elles donnaient lieu à une restructuration du capital et de la dette de l'entreprise débitrice, elles et s'assimilent désormais à des procédures essentiellement à caractère liquidatif, à l'issue de laquelle l'entreprise en activité est cédée. V. Mark J. Roe, « Three Ages of Bankruptcy », *Harv. Bus. L. Rev.* 7 (2017): 188.

²² V. Paterson, Sarah, *Reflections on English Law Schemes of Arrangement in Distress and Proposals for Reform* (mars 3, 2017).

²³ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 279: "Simply put, the Commission's thesis is as follows: (i) financing costs of firms are a function of recovery rates for lenders in bankruptcy – the higher these recovery rates, the lower the financing costs; (ii) (allegedly) efficient pre-insolvency restructuring proceedings maximise recovery rates for creditors; (iii) it is therefore important that firms in Europe have access to such proceedings regardless of where they are located – large listed firms are able to cross-border forum shop for an efficient restructuring regime in another European jurisdiction, SMEs will not enjoy this opportunity; and thus, (iv) the European lawmaker must harmonise pre-insolvency restructuring proceedings so that all European firms benefit from lower financing costs." V. aussi COM (2016) 723, 17: « La proposition contribuera en particulier à éliminer les coûts ex ante supplémentaires supportés par les investisseurs lorsqu'ils doivent évaluer les risques associés à des débiteurs en proie à des difficultés financières dans un ou plusieurs États membres, ainsi que les coûts ex post supportés par

les pertes d'emplois subséquentes²⁴. D'autre part, à la préoccupation des pays nordiques de faciliter l'assainissement des bilans des banques en diminuant le nombre des prêts non performants²⁵.

11. Ces différentes pressions et divergences d'objectifs expliquent l'inachèvement de l'harmonisation et les hésitations du texte final de la directive, qui ne repose sur aucun socle intellectuel cohérent. En effet, les États membres ont aujourd'hui deux choix à faire. D'une part, ils doivent choisir entre deux modèles formels de procédures, l'un reposant sur une procédure unique et publique, l'autre sur une procédure amiable combinée avec une brève procédure publique en guise de clôture. D'autre part, ils doivent choisir entre deux manières divergentes de concevoir ce que visent à accomplir les procédures préventives : la préservation des entreprises coûte que coûte, ou la maximisation de la valeur des actifs de l'entreprise dans l'intérêt de toutes les parties prenantes.
12. Ces deux choix ne se recoupent pas forcément et il est parfaitement concevable, donc, que quatre types différents de procédures préventives émergent au sein de l'Union européenne. Il ne reste pas moins qu'une décision quant au modèle souhaité doit être prise, car les deux choix dictent la manière de procéder là où la directive laisse une marge de manœuvres aux législateurs nationaux.
13. A cet égard, l'objectif de la présente étude est de clarifier la nature des options ouvertes à la lumière de l'analyse économique du droit, une telle clarification semblant nécessaire dans la course à la transposition qui ne tardera pas à s'engager entre les différents États membres²⁶.
14. Pour ce faire, la partie II présentera les bases d'une analyse économique des procédures de restructuration préventives. Le choix d'une approche économique « fonctionnelle » sera tout d'abord défendu (v. par. 15 à 59), afin de procéder à l'application de ladite approche aux procédures

les entreprises en phase de restructuration qui ont des établissements, des créanciers ou des actifs dans d'autres États membres, généralement dans le cadre de restructurations de groupes internationaux d'entreprises. »

²⁴ V. Directive Restructurations, considérant 2 : « Ces cadres devraient optimiser la valeur totale pour les créanciers, les propriétaires et l'économie dans son ensemble et prévenir d'inutiles suppressions d'emplois et pertes de connaissances et de compétences. »

²⁵ V. COM (2016) 723 : « Des cadres efficaces en matière d'insolvabilité sont particulièrement importants, sur le plan économique, dans le secteur financier, confronté à des niveaux élevés d'endettement privé et de prêts non productifs, comme c'est le cas dans certains États membres. La Banque centrale européenne a recensé, dans son évaluation globale de 2015, des expositions non productives dans le système bancaire pour un montant total de 980 milliards d'EUR. Ces prêts pèsent lourdement sur la capacité des banques à financer l'économie réelle dans plusieurs États membres. »

²⁶ V. Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », *D.*, 2018, 2195.

collectives (v. par. 60 à 168). Notamment, nous y présenterons notre lecture de la « *creditors' bargain theory* », qui permet, à notre avis, de dégager une lecture cohérente de l'ensemble des procédures collectives et d'en délimiter clairement les limites et les objectifs. A cet égard, les procédures préventives seront traitées comme un type de procédure collective parmi les autres, qui ne diffèrent en rien quant à ces objectifs et justification sous-jacente (v. par. 128 à 168). La partie III de la présente étude sera ensuite plus précisément consacrée à l'étude de la Directive Restructuration à la lumière de la théorie économique fonctionnelle développée dans la partie précédente. Nous en étudierons tout d'abord les objectifs, qui semblent être quelque peu confus (v. par. 204 à 216), les mécanismes de décision, c'est-à-dire le vote au sein de classes de créanciers (v. par. 270 à 302) et les applications forcées interclasse (v. par. 303 à 328), ainsi que les protections des parties prenantes, c'est-à-dire le « *best interest of creditors test* » (v. par. 348 à 354), les règles de priorité (v. par 355 à 407) et les devoirs spécifiques des dirigeants des entreprises en difficulté (v. par. 428 à 441). Enfin, nous adresserons quelques questions spécifiques à l'imminente transposition de la Directive Restructuration en droit français, où elle devra s'intégrer dans un contexte législatif complexe, qui gagnerait à être modifié pour assurer la pleine efficience économique des futures procédures préventives (v. par. 444 à 483).

II. L'approche économique des restructurations préventives

1. Le choix d'une approche fonctionnelle de l'analyse économique du droit

15. Avant de nous lancer dans l'étude des procédures de restructuration préventive et d'essayer d'exprimer un jugement normatif sur le cadre proposé par la Directive restructuration, il convient de préciser ce que l'on entend par « efficacité » et quelle méthode d'analyse suivra plus généralement notre étude.
16. La clarification de ce que l'on entend par « efficacité » semble d'autant plus importante qu'il est employé par la plupart des études et instruments internationaux dédiés aux procédures collectives sans recevoir toujours une définition formelle²⁷. Là où une définition est offerte, elle se limite généralement au coût et à la vitesse des procédures, même si son emploi semble par ailleurs plus large. C'est par exemple le cas du guide de 1999 du Fonds Monétaire International, qui vise explicitement à inciter la création de procédures rapides²⁸. C'est également le cas du guide UNCITRAL sur les procédures d'insolvabilité, qui devrait servir à évaluer l'efficacité économique des procédures nationales selon la résolution 59/40 de l'Assemblée Générale des Nations Unies²⁹. Or, la lecture du guide laisse penser que l'efficacité se réfère à deux considérations distinctes, à la fois la rapidité du traitement des cas d'insolvabilité et une certaine « efficacité » des entreprises, pourtant non définie³⁰. Nous reviendrons plus

²⁷ V. généralement, Rachel Siew Lin Lee, « How is 'efficiency' determined in the insolvency context? Clarifying the meaning of efficiency with the conjunction of insolvency jurisprudence and economic methodology » (T.C. Beirne School of Law, The University of Queensland, 2015).

²⁸ V., sous la définition de « efficiency »: IMF - Legal Department, « Orderly & Effective Insolvency Procedures) Key Issues », 1999 « An insolvency proceeding is a dynamic process. Unlike many other adjudicative proceedings, which involve an inquiry into historical events, an insolvency proceeding takes place in 'real time': delays in a court's adjudication can have an adverse effect on the value of the assets or the viability of the enterprise. It is therefore critical that procedures be put in place to ensure that hearings can be held quickly and that decisions are rendered soon thereafter. Similarly, it is critical that an accelerated appeal process be available. In any event, during the period of appeal, the lower court's decision 19 should normally continue to be binding ».

²⁹ V. la résolution n° 59/40 de l'AG de l'ONU: "Recommends that all States utilize the Legislative Guide to assess the economic efficiency of their insolvency law regimes and give favorable consideration to the Legislative Guide when revising or adopting legislation relevant to insolvency"

³⁰ V. United Nations Commission On International Trade Law, « UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law (Date of adoption: Parts one and two, 25 June 2004; part three, 1 July 2010; part four, 18 July 2013) », s. d., consulté le 1 septembre 2019: « Insolvency should be addressed and resolved in an orderly, quick and efficient manner, with a view

tard à ce que semble signifier « efficience » dans le contexte de la négociation du texte final de la Directive Restructuration.

1.1. L'analyse économique du droit : une prise en compte des conséquences

1.1.1. *La justification d'une approche économique*

17. L'intuition qui sous-tend l'approche économique de l'analyse des institutions juridiques est qu'une considération légitime, mais certainement pas exclusive, de cette analyse devrait être celle des conséquences qu'elles engendrent sur le comportement des sujets qu'elles visent et, ainsi, sur la société dans son ensemble. Les normes juridiques visent à créer des raisons autoritaires d'agir pour les sujets visés³¹ et faire advenir ainsi un certain état du monde, considéré pour une raison ou une autre comme étant souhaitable par le législateur.
18. A cet égard, l'un des soucis fondamentaux du commentateur semble être celui d'identifier quelles incitations sont réellement créées par les normes telles que définies par leur auteur, afin de s'assurer qu'elles sont susceptibles d'approcher le monde de l'état désiré par celui-ci. Parler d'une approche économique de ce point de vue revêt deux aspects. Il s'agit d'abord d'attirer l'attention sur les mérites d'une approche instrumentale du droit, qui peut se concentrer sur les effets de chaque règle en partant de l'hypothèse qu'un objectif unique est poursuivi, ou sur les effets des institutions juridiques issues de l'interaction à travers le temps de différents auteurs et sujets poursuivant des objectifs différents³².
19. Encore faut-il remarquer qu'il ne s'agit pas uniquement des normes qui concernent la régulation du comportement des agents sur les marchés, mais aussi dans toute autre sphère sociale. C'est précisément le mérite de Gary Becker que d'avoir initié une étude systématique des incitations créées par les normes juridiques en dehors des marchés explicites³³.

to avoiding undue disruption to the business activities of the debtor and to minimizing the cost of the proceedings. Achieving timely and efficient administration will support the objective of maximizing asset value, while impartiality supports the goal of equitable treatment. The entire process needs to be carefully considered to ensure maximum efficiency without sacrificing flexibility. At the same time, it should be focused on the goal of liquidating non-viable and inefficient businesses and the survival of efficient, potentially viable businesses ».

³¹ V. sur le concept de « reason for action », Joseph Raz, *Practical Reasons and Norms*, 3rd éd. (Oxford University Press, 1999), 58-59.

³² V. Lewis A. Kornhauser, « Three Roles for a Theory of Behavior in a Theory of Law », *Rechtstheorie* 31, n° 2 (2000): 197-252.

³³ V. l'article fondateur, Gary S. Becker, « Crime and Punishment: An Economic Approach », *Journal of Political Economy* 76, n° 2 (1968): 169-217; V. aussi, Richard A. Posner,

20. Ensuite, il s'agit d'un parti pris méthodologique, consistant à affirmer que le modèle de l'agent économique rationnel est une bonne approximation du comportement réel des sujets étant données les contraintes descriptives et cognitives de l'analyste³⁴. L'efficacité est donc ici conçue comme une adéquation des outils aux fins poursuivies.
21. Une deuxième intuition, dont la charge normative est beaucoup plus ouvertement assumée, est celle que le législateur, ou tout autre auteur des normes, devrait viser par défaut à faire advenir un monde lui-même plus « efficace ». Sauf à avoir des raisons suffisantes pour viser d'autres valeurs dans des cas particuliers, un monde dans lequel plus de préférences des sujets sont satisfaites est normativement préférable, *ceteris paribus*, à un monde où moins de préférences sont satisfaites. Cela n'implique nullement que l'efficacité doive être la seule considération à prendre en compte lorsqu'une institution juridique est évaluée. Simplement, l'analyse devrait permettre de prendre conscience des conséquences, désirées ou non, de ces institutions, et de clarifier la mise en balance subséquente avec d'autres valeurs socialement désirables³⁵.
22. L'héritage utilitariste de cette notion de maximisation de l'utilité paraît évident, car il s'agit d'assurer une allocation des ressources telle que la satisfaction agrégée des préférences des agents soit maximisée³⁶. Ces ensembles ordonnés individuels ainsi dégagés sont agrégés afin de déterminer l'ordre des préférences de la société dans son ensemble.
23. Ce qui semble découler d'une telle définition, est que si le seul critère utilisé pour évaluer la désirabilité d'une norme est son efficacité, la priorité devrait être accordée à l'expression réelles des préférences des agents. Autrement dit, tant que les conditions optimales permettant une manifestation des préférences par le biais des échanges libres sont assurées, aucune autre intervention n'est nécessaire.

Frontiers of Legal Theory (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004), 55: « without an economics of nonmarket behavior, the scope of economic analysis of law would be where it was in the 1950s, limited to the legal regulation of explicit markets ».

³⁴ V. Posner, *Frontiers of Legal Theory*, 35: « Most economic analysis consists of tracing out the consequences of assuming that people are rational in their social interactions ».

³⁵ V. Posner, 101: « although economists cannot generate or validate a theory of distributive justice, they can make some descriptive points that might help other social theorists up with or defend such a theory ».

³⁶ V. Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law, Ninth Edition*, 9^e éd. (New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014), 4.

1.1.2. *Les méthodes de calcul de la satisfaction des préférences*

24. Deux méthodes sont traditionnellement utilisées pour caractériser techniquement cette intuition de maximisation des préférences agrégées.
25. La première notion est celle du critère de Pareto, qui se réfère à une allocation des ressources telle que toute réallocation subséquente ne pourrait augmenter la satisfaction des préférences d'un agent au prix de la diminution de celle d'un autre. Autrement dit, pour un ensemble d'agents possédant chacun un ensemble de mondes possibles bien ordonné par la fonction de préférence précédemment définie, un état du monde M est meilleur qu'un état du monde N si et seulement si tous les agents sont au moins indifférents entre les deux états du monde et au moins un agent a une préférence forte en faveur de M ³⁷. Le passage de l'état du monde N à l'état du monde M est une amélioration au sens de Pareto et si un état du monde M est tel qu'aucune amélioration au sens de Pareto ne peut plus avoir lieu, cet état est Pareto optimal³⁸.
26. Le critère de Pareto souffre de plusieurs défauts qui le rendent mal adapté à guider l'analyse du législateur ou du commentateur. Deux aspects sont particulièrement importants pour notre propos. D'une part, le critère de Pareto rend toute analyse futile dans un monde où presque toute intervention législative entraîne une réaction adverse d'au moins l'un des agents³⁹. Or, dès lors qu'il est démontré qu'une intervention législative ferait intervenir un état du monde jugé moins préférable par au moins l'un des agents, l'intervention serait inefficace au sens de Pareto, quels qu'en soient les bénéfices⁴⁰. Cet aspect, intuitif lorsqu'il s'agit de choisir entre deux états du monde parfaitement connus, concerne également les interventions législatives dans des conditions d'incertitude et rationalité bornée.
27. D'autre part, le critère de Pareto est extrêmement conservateur, puisqu'il ne permet pas d'interroger la manière dont la distribution actuelle des ressources a été obtenue et offre une priorité absolue au *status quo*, de sorte

³⁷ V. Herbert Hovenkamp, « Distributive Justice and the Antitrust Laws », *George Washington Law Review* 51 (1983 1982): 9.

³⁸ V. Posner, *Economic Analysis of Law, Ninth Edition*, 12-13.

³⁹ V. Guido Calabresi, « The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further », *Yale Law Journal* 100 (1991): 1225.

⁴⁰ V. Gerrit De Geest, « Any Normative Policy Analysis Not Based on Kaldor–Hicks Efficiency Violates Scholarly Transparency Norms », in *Law and Economics. Philosophical Issues and Fundamental Questions* (Ed. Aristides N. Hatzis, Nicholas Mercurio), 2015, 184.

qu'il est impossible d'arriver à un état du monde Pareto supérieur par des améliorations au sens de Pareto⁴¹.

28. Une deuxième méthode d'analyse est le critère de Kaldor-Hicks, qui assume dès le départ la perspective d'une agrégation d'utilités plutôt que d'une maximisation des utilités individuelles.
29. Du point de vue de ce critère, une règle juridique est efficiente si le passage de l'état réel du monde M à l'état engendré M' est tel que les agents dont les préférences sont ainsi satisfaites seraient hypothétiquement en mesure de compenser ceux dont les préférences sont sacrifiées. Autrement dit, les gagnants pourraient changer les préférences des perdants jusqu'à ce que ceux derniers soient indifférents entre les états M et M' tout en retenant à titre personnel une préférence pour M' ⁴². Si la compensation n'était pas hypothétique mais réelle, le critère de Kaldor-Hicks serait équivalent à celui de Pareto⁴³.
30. Théoriquement, s'agissant de la comparaison des préférences proprement dite, deux idées sont comprises dans le critère Kaldor-Hicks. D'une part, le critère exige que tous les avantages et désavantages possibles, autrement dit tous les éléments que les agents considèrent importants pour la fonction d'ordre, soient pris en compte dans l'évaluation normative d'une règle. D'autre part, dans la mesure où ces avantages et désavantages d'ordres différents aboutissent à des recommandations divergentes, ils doivent être traduits dans une unité commune afin de pouvoir être mis en balance. Il s'agit, au fond, d'une métarègle sur la solution des conflits entre des valeurs différentes qui exige une prise en compte de toutes les conséquences et une transparence quant au critère de comparaison utilisé⁴⁴.
31. La difficulté avec un tel critère, qui aboutit à la formalisation molle d'un calcul coûts-bénéfices utilitariste, est qu'il est difficile de comprendre comment une véritable comparaison entre les différentes préférences pourrait avoir lieu. Certains auteurs considèrent qu'il convient de mesurer

⁴¹ V. Qi Zhou, « The Evolution of Efficiency Principle: From Utilitarianism to Wealth Maximization », *SSRN*, 2005, 10.

⁴² V. Richard A. Posner, « Utilitarianism, Economics, and Legal Theory », *The Journal of Legal Studies* 8, n° 1 (1979): 103.

⁴³ V. Jules Coleman, « Efficiency, Utility, and Wealth Maximization », *Hofstra Law Review* 8 (1980): 513.

⁴⁴ V. sur ces points, Geest, « Any Normative Policy Analysis Not Based on Kaldor–Hicks Efficiency Violates Scholarly Transparency Norms »: « Kaldor–Hicks efficiency comes down to three imperatives: (1) reveal all advantages and disadvantages you have in mind; (2) reveal the meta-criterion you use for balancing them (and tell us if you know a better measure than dollars, utility, or happiness); and (3) reveal all your empirical information and assumptions when you make the best possible empirical guess of their magnitude ».

la grandeur des utilités respectives des différentes options du point de vue des agents par des nombres cardinaux⁴⁵. Néanmoins, il est difficile de concevoir une telle comparaison s'agissant de préférences subjectives potentiellement tributaires de valeurs incommensurables⁴⁶. De plus, un tel calcul nécessiterait des informations exactes sur les préférences émotives des sujets qui semblent à la fois difficiles d'accès⁴⁷ et potentiellement inconsistantes⁴⁸.

32. D'autres auteurs rejettent la possibilité d'un calcul basé sur des nombres cardinaux au profit d'un calcul basé sur des nombres ordinaux, qui reproduisent les classements des options selon les ordres de préférence individuels. Ce qui est censé être calculé, dans ce cas, sont les « transformations monotones »⁴⁹. Or, ce type de comparaison ne prend pas en compte les intensités des préférences relatives, ce qui diminue son intérêt⁵⁰. De plus, il a été démontré (c'est ce que l'on appelle le paradoxe de Scitovsky) qu'une telle approche rend le critère de Kaldor-Hicks inconsistant, dans la mesure où il serait possible de proposer deux règles juridiques différentes telles que le passage de chacune à l'autre soit considéré comme étant une amélioration au sens de Kaldor-Hicks, ce qui aboutit à recommander continuellement un changement en boucle entre les deux⁵¹.
33. Pour ces différentes raisons, l'approche économique du droit moderne réduit généralement ce calcul « par défaut » à une maximisation de la richesse, ce critère étant notamment défendu par Richard Posner⁵².

⁴⁵ V. Armen A. Alchian, « The Meaning of Utility Measurement », *The American Economic Review* 43, n° 1 (1953): 26-50.

⁴⁶ V. Lewis Kornhauser, « The Economic Analysis of Law », in *The Stanford Encyclopedia of Philosophy*, éd. par Edward N. Zalta, 2017^e éd. (Metaphysics Research Lab, Stanford University, 2017).

⁴⁷ V. Posner, *Frontiers of Legal Theory*, 96.

⁴⁸ V. Richard A. Posner, « Norms and Values in the Economic Approach to Law », in *Law and Economics: Philosophical Issues and Fundamental Questions* (ed. Aristides N. Hatzis) (Routledge, 2015), 1.

⁴⁹ V. Alchian, « The Meaning of Utility Measurement », 47.

⁵⁰ V. Kornhauser, « The Economic Analysis of Law »: « As the representations are ordinal, one cannot conclude anything about K's intensity of preference; her Q-based representation of her preferences "assesses" the difference between Z and Y as six times the difference between Y and X while her P-based representation of her preferences thinks the difference between Z and Y is only three times the difference between Y and X. not prefer Z to Y. The choice of baseline may thus affect the choice of policy ».

⁵¹ V. Tibaux Scitovsky, « A Note on Welfare Propositions in Economics », *Review of Economic Studies* 9, n° 1 (1994): 77-99.

⁵² V. Posner, « Utilitarianism, Economics, and Legal Theory ».

34. La « richesse » dans ce contexte ne doit pas être comprise exclusivement en termes monétaires, mais comme l'agrégation de tous les biens matériels et immatériels pondérés par la valeur monétaire qu'ils auraient s'ils étaient échangés sur un marché libre et concurrentiel⁵³. Dans cette approche, un agent préfère un état du monde M à un état du monde M' si l'agent exprime la volonté (réelle ou hypothétique) de payer pour faire advenir M plutôt que M' . Les éléments justifiant les préférences qui peuvent être pris en compte sont ainsi réduits à ceux qui pourraient être échangés, autrement ceux qui pourraient avoir une valeur (au sens économique) et non seulement une utilité (au sens large du terme). Il s'agit d'un parti pris pragmatique, qui tente à dégager un critère qui pourrait réellement guider les choix législatifs dans l'impossibilité de trancher des débats entre des préférences incomparables⁵⁴.
35. La maximisation de la richesse n'est pas parfaitement corrélée avec la maximisation de l'utilité et cette méthode peut très bien donner des résultats différents de ceux qui seraient recommandés s'il s'agissait de maximiser l'utilité, car les préférences des sujets pourraient porter sur des états du monde qu'ils ne peuvent pas causer en employant des moyens financiers. De plus, la même modification dans la quantité de richesse dans ce sens étendu à laquelle un agent a accès emporte des modifications différentes du point de vue de la satisfaction des préférences, dans la mesure où l'utilité marginale d'une modification diminue avec la richesse initiale de l'agent⁵⁵.
36. Néanmoins, les coûts d'une analyse détaillée de l'utilité, y compris les coûts des potentielles erreurs et de l'incertitude qui en découle, semblent convaincre les tenants de l'analyse économique classique des mérites de la maximisation de la richesse en tant qu'approximation pratique⁵⁶.

⁵³ V. Posner, 119: "the value in dollars or dollar equivalents ... of everything in society. It is measured by what people are willing to pay for something or, if they already own it, what they demand in money to give it up. The only kind of preference that counts in a system of wealth maximization is thus one that is backed up by money-in other words, that is registered in a market".

⁵⁴ V. pour l'argument classique pour la supériorité de la maximisation de la richesse sur les considérations d'équité en tant que guide pour l'action législative, Louis Kaplow et Steven Shavell, *Fairness versus Welfare* (Cambridge, Mass.; London: Harvard University Press, 2006).

⁵⁵ V. Antony W. Dnes, *The Economics of Law: Property, Contracts and Obligations with Economic Applications* (South-Western, 2004), 7.

⁵⁶ V. Richard A. Posner, *The Economics of Justice*, Reprint edition (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1981), 113.

1.1.3. *L'approche fonctionnelle de l'analyse économique*

37. Le cadre conceptuel ainsi posé, il nous semble nécessaire de préciser en quoi l'approche que nous poursuivons dans cette étude se distingue de celle traditionnellement développée dans la littérature jusqu'ici citée.

1.1.3.1. *Le sens de l'approche fonctionnelle*

38. Il s'agit, fondamentalement, de la manière dont la conception du système juridique devrait procéder pour atteindre des résultats économiquement efficaces. Là où l'approche traditionnelle dans l'analyse économique du droit (celle de l'École de Chicago) est généralement substantielle, favorisant l'allocation des ressources perçue *ex ante* comme étant efficace dans le sens exposé, dès le stade de la conception des institutions, nous sommes favorables à une approche procédurale et limitée à mettre en place les conditions qui permettraient à terme à la meilleure allocation des ressources d'émerger. Autrement dit, nous sommes favorables, dans la présente étude, à une approche fonctionnaliste de l'analyse économique du droit⁵⁷.
39. Même les tenants de l'analyse classique insistent que le choix du critère Kaldor-Hicks (ou de maximisation de la valeur) est, au fond, un choix pragmatique, qui se justifie uniquement dans la mesure où il permet d'atteindre, en pratique, des résultats jugés préférables par les décideurs et les agents eux-mêmes, même si le calcul exigé ne peut pas être parfait⁵⁸. La même approche pragmatique nous pousse vers le fonctionnalisme esquissé dans la présente section.
40. En effet, ces mêmes tenants de l'analyse économique du droit classique soulignent que les agents économiques eux-mêmes sont les plus à même de déterminer quelle distribution des ressources satisfait au mieux leurs préférences. C'est précisément le mérite de Ronald Coase que d'avoir souligné à la fois que pour que leurs interactions libres résultent dans une telle distribution optimale, encore faut-il que les conditions d'un marché

⁵⁷ V. Francesco Parisi et Jonathan Klick, « Functional Law and Economics: The Search for Value-Neutral Principles of Lawmaking », *Faculty Scholarship at Penn Law*, 2004; Jonathan Klick et Francesco Parisi, « Functional Law and Economics », in *Theoretical Foundations of Law and Economics*, Mark D. White, 2008, 41-54.

⁵⁸ V. Eric A. Posner, « Cost-Benefit Analysis: Definition, Justification, and Comment on Conference Papers », in *Cost-Benefit Analysis: Legal, Economic, and Philosophical Perspectives*, éd. par Matthew Adler et Eric A. Posner (University of Chicago Press, s. d.), 319-20, 333: I do not want to stake my all on a defense of the Kaldor-Hicks concept of efficiency [i.e. wealth maximisation]. For me the ultimate test of cost-benefit analysis employing that concept is a pragmatic one: whether its use improves the performance of government in any sense of improvement that the observer thinks appropriate... Cost-benefit analysis need be "founded" on nothing deeper or more rigorous than a showing that it has consequences that we like" .

parfait adviennent, c'est-à-dire que les coûts transactionnels soient négligeables, et que les coûts transactionnels sont toujours positifs dans le monde réel⁵⁹.

41. Ce dernier aspect justifie deux types d'interventions législatives, dans l'ordre des préférences : pour assurer des meilleures conditions de prise de décision par les agents eux-mêmes en diminuant autant que faire se peut les coûts transactionnels, ou, si la première solution n'est pas suffisante, pour essayer de simuler le résultat qui aurait été probablement atteint si les coûts transactionnels étaient diminués⁶⁰.
42. Notre argument en faveur de l'approche que nous qualifions ici de « fonctionnaliste » procédera, néanmoins, à l'inverse. Au fond, ce qui la justifie par un certain scepticisme envers la capacité du législateur, ou de tout autre décideur, d'opérer véritablement un calcul exact en vertu du critère Kaldor-Hicks (ou d'une maximisation de la valeur) pour simuler le résultat qui aurait été atteint si les coûts transactionnels étaient négligeables (ce qui correspond au deuxième type d'intervention législative possible). Les coûts du calcul exigé pourraient s'avérer simplement prohibitifs, puisqu'une information exacte sur l'impact de toute décision sur la satisfaction des préférences (dans le sens étroit choisi ici) de tous les agents devrait être obtenue.
43. Enfin, et c'est là un point fondamental pour notre propos dans la présente étude, une décision sur la distribution des ressources prise *ex ante* suppose que le décideur puisse anticiper quelle serait la bonne décision à prendre lorsque le moment de la distribution intervient. Certes, le critère Kaldor-Hicks permet de deviner et mettre en exergue les éléments susceptibles de peser dans le calcul et les incitations susceptibles d'impacter le résultat attendu. Il reste qu'il s'agit de représentations nécessairement simplifiées

⁵⁹ V. Ronald Coase, « The Problem of Social Cost », *The Journal of Law and Economics* 3 (1960): 1.

⁶⁰ V. Posner, « Utilitarianism, Economics, and Legal Theory », 130; V. aussi, Posner, *Frontiers of Legal Theory*, 41: « Coase's analysis sets two closely related tasks for law when law is conceived as a method of promoting efficient resource allocation: minimize transaction costs, as by defining property rights clearly and by assigning them to those persons likely to value them the most... try when transaction costs are prohibitive to bring about the allocation of resources that would have come about if transaction costs were zero, for that is the efficient allocation ».

de la réalité, qui en ignorent des traits pour rester calculables⁶¹. Au fond, les modèles économiques sont toujours des fictions approximatives⁶².

44. Cette dernière observation n'en diminue pas la valeur, mais devrait induire, à notre sens, un certain scepticisme⁶³, qui est fonction du degré de généralité du modèle et de l'éloignement temporel entre sa formulation et le moment qu'il est censé représenter. Il nous semble dès lors préférable que la décision finale quant à la meilleure façon de distribuer les ressources dans l'économie soit basée sur une analyse contextualisée et entreprise au moment le plus proche de celui de la décision elle-même.
45. Au-delà de cette difficulté structurelle de toute analyse économique, l'approche fonctionnaliste que nous aimerions poursuivre dans cette étude est fondamentalement sceptique par rapport à toutes les instances de décision quant à la distribution efficiente des ressources, et notamment celles qui ne doivent pas supporter elles-mêmes immédiatement le poids des conséquences de leurs décisions.
46. Tout d'abord, il semble hasardeux d'espérer que le législateur, ou toute autre institution « neutre », serait en mesure de déterminer la meilleure décision à prendre en cas de difficulté financière du débiteur en amont d'une telle difficulté. Ensuite, il semble tout aussi nécessaire de prendre en compte la possibilité qu'un tel décideur poursuive ses propres intérêts, autres que ceux de la communauté affectée par sa décision⁶⁴.
47. Plus généralement, il nous semble peu probable que l'on soit en mesure de toujours savoir si la bonne décision a effectivement été prise, c'est-à-dire si la valeur des actifs de l'entreprise a été maximisée par leur meilleur emploi dans l'économie (sauf, bien entendu, les cas où le décideur se trompe d'une manière flagrante). En effet, si un agent était capable de distinguer sans

⁶¹ V. Mary S. Morgan, *The World in the Model: How Economists Work and Think* (Cambridge University Press, 2012), 94-95: « The intuitions that economists have about the economic world, and wish to express in mathematics, may be very opaque and they use their imaginations to create model versions of the world as a way to explore those ideas... Recognition of the presence and importance of model-making in the mathematization of economics suggests not acts of translation, or of perception and transcription, but rather ones of cognition and of portrayal as economists sought to understand their world. These terms – of finding appropriate formulations, or of turning intuitions into representations – suggest that we might gain from thinking about mathematical model-making as acts of creation ».

⁶² V. Roman Frigg, « Fiction and Scientific Representation », in *Beyond Mimesis and Convention*, R. Frigg et M.C. Hunter (éd.) (New York: Springer, 2010), 97.

⁶³ V. Klick et Parisi, « Functional Law and Economics », 43: « because economic models are merely a simplified depiction of reality, functionalists think it is generally dangerous to use such tools to design corrective or interventionist policies ».

⁶⁴ V. Klick et Parisi, 44: « such micromanagement is likely to suffer from the rent-seeking activities of interested parties ».

faillie les bonnes décisions des mauvaises, il serait efficient que cet agent soit toujours chargé de prendre lui-même les décisions en question. Hélas, il est peu probable qu'un tel philosophe-roi existe véritablement. Cet aspect renvoie à l'intuition qui sous-tend l'analyse de Coase précitée : la décision sur la distribution des ressources devrait être laissée autant que possible aux parties affectées.

48. Il reste, dès lors, une seule chose à faire d'un point de vue *ex ante* : s'assurer que le moment de la décision venu, les meilleures conditions épistémiques possibles adviennent pour que les décideurs prennent la décision qui leur semble correcte dans les circonstances. Autrement dit, l'incertitude et l'imprévisibilité du monde rendant les contrats (réels) entre les parties prenantes nécessairement incomplets⁶⁵, il s'agit de leur permettre de les « compléter » dans le cadre et sous la supervision optimale, en diminuant les coûts transactionnels et épistémiques de la décision.
49. Dans l'impossibilité d'analyser l'efficacité de chaque décision en elle-même, l'accent est mis sur la valeur et la fiabilité de la procédure qui amène le décideur à sa décision finale. Incidemment, cette approche permet de diminuer la tension potentielle, expliquée plus haut, entre la maximisation de l'utilité et la maximisation des richesses comme critère optimal de l'efficacité économique, car le but est précisément de favoriser l'émergence des mécanismes et institutions permettant aux agents de révéler leurs préférences subjectives et de maximiser leur satisfaction lors de la prise de décision, assurant ainsi un résultat socialement optimal⁶⁶.

1.1.3.2. Les inspirations de l'analyse fonctionnelle du droit

50. Le fonctionnalisme prôné dans la présente étude se rapproche de plusieurs courants intellectuels, qu'il convient de mentionner comme source d'inspiration.
51. Il s'agit premièrement de l'analyse de l'école constitutionnaliste de l'économie politique de Buchanan⁶⁷. Selon cette école, dont l'étude se limite pourtant aux seules règles constitutionnelles, une fois les résultats socialement désirables à long terme déterminés par le pouvoir constituant,

⁶⁵ V. sur cette notion, Oliver Hart et John Moore, « Incomplete Contracts and Renegotiation », *Econometrica* 56, n° 4 (1988): 755-85.

⁶⁶ V. Parisi et Klick, « Functional Law and Economics », 448: « functional law and economics suggests that institutions should provide incentives, such that individuals will naturally act in a desired way without any external monitoring or coercion. This necessarily requires that individuals have the ability and incentive to reveal their own subjective values and preferences, and that all costs and benefits generated by an individual's actions accrue to that individual ».

⁶⁷ V. par ex. James M. Buchanan, « The Constitution of Economic Policy », *The American Economic Review* 77, n° 3 (1987): 243-50.

il reste seulement à créer des contraintes *ex ante* sous la forme de métarègles procédurales permettant d'améliorer le contexte épistémique dans lequel la décision finale serait prise⁶⁸. Toute micro-gestion des décisions politiques effectives apparaît comme étant sous-optimale étant donné les coûts de la corruption et de l'incompétence. Le parallèle avec nos propres préoccupations nous semble apparent⁶⁹.

52. Un autre parallèle, qui signale plus clairement le sens du départ de l'approche fonctionnaliste par rapport à celle traditionnelle de l'École de Chicago, pourrait être dressé avec certains aspects de l'école de la nouvelle économie institutionnelle. Deux points sont particulièrement importants.
53. D'abord, l'accent mis non pas sur les règles distributives elles-mêmes, mais sur le contexte procédural et institutionnel, c'est-à-dire les contraintes qui façonnent les interactions humaines, qu'elles soient issues des règles juridiques ou normes sociales informelles⁷⁰.
54. Ensuite, une analyse de l'efficacité d'un certain cadre procédural par rapport à la diminution des coûts transactionnels plutôt que par rapport à l'efficacité au sens de Kaldor-Hicks (ou d'une maximisation de la valeur) de la distribution des ressources finale. Autrement dit, l'école institutionnelle tout comme l'approche fonctionnelle concentre ses efforts sur l'efficacité transactionnelle comme meilleur moyen d'obtenir une distribution efficace au sens plus large (qui demeure, à ne pas en douter, l'objectif final). La première source de coûts transactionnels de ce point de vue, est l'incapacité des agents de coordonner leurs actions, due aux asymétries d'information et à l'imprévisibilité (qui donne potentiellement lieu à des débats) des résultats des décisions économiques. La deuxième source est le conflit d'intérêts potentiels entre les différentes parties prenantes⁷¹. Adresser ces deux sources d'inefficacité est l'objectif

⁶⁸ V. Klick et Parisi, « Functional Law and Economics », 45: « recognizing that market failures limit the natural evolution of efficient legal rules, functionalists attempt to design institutions that internalize the external costs and benefits created by individual behavior in order to achieve the social goals chosen at the constitutional stage ».

⁶⁹ V. Parisi et Klick, « Functional Law and Economics », 443: « these critics suggest that the wealth maximization criterion of economic analysis is comparable to the methodological approach of economics prior to the advent of public choice theory, insofar as an understanding of "political failures" was missing from the study of collective decision making ».

⁷⁰ V. Douglass C. North, « Institutions, Transaction Costs and Economic Growth », *Economic Inquiry* 25, n° 3 (1987): 424: « the rules of the game in a society; more formally, they are the humanly devised constraints that shape human interaction ».

⁷¹ V. Rizwaan Jameel Mokal, « On Fairness and Efficiency », *The Modern Law Review* 66, n° 3 (2003): 461.

fondamental de la nouvelle école institutionnaliste, ce qui rend le parallèle avec l'approche fonctionnelle particulièrement pertinent⁷².

55. Enfin, un dernier rapprochement, cette fois exclusivement tiré de l'analyse des procédures collectives, existe avec la théorie soutenue récemment par Anthony Casey sous le nom de « théorie des renégociations structurées »⁷³, et ce malgré le fait que cette dernière soit présentée comme une alternative à la Creditors' Bargain Theory (telle que définie plus bas, v. 2.2). Le point de départ de Casey est identique au notre : il s'agit de savoir comment la loi pourrait permettre aux parties prenantes de relever leurs préférences et internaliser les coûts transactionnels afin d'atteindre dans le cadre de la négociation le résultat le plus efficient d'un point de vue économique, étant donné que le législateur ne connaît pas à quoi rassemblerait ce résultat en réalité. Sa conclusion est, là encore, identique : face à cette incertitude, la seule solution est de définir un cadre procédural, et non substantiel, tel que, le moment venu, les parties aient les bonnes incitations et leur pouvoir de nuisance soit réduit⁷⁴.

1.1.4. Conclusion

56. En somme, le type d'analyse économique du droit que nous essayerons d'appliquer aux procédures de restructuration préventives repose sur deux étapes distinctes.
57. S'agissant des objectifs finaux poursuivis par tout cadre législatif, rien ne distingue l'analyse « fonctionnelle » des méthodes classiques de l'École de Chicago. Autrement dit, le but ultime est toujours d'assurer une distribution efficiente des ressources dans l'économie selon le critère de maximisation de la richesse.
58. Néanmoins, notre scepticisme général envers la capacité des décideurs d'opérer un calcul suffisamment fin *ex ante* nous pousse à privilégier une approche fonctionnelle des procédures créées, qui doivent assurer l'émergence des conditions épistémiques optimales pour que la décision finalement prise se rapproche le plus possible d'un monde efficient au sens d'une maximisation générale de la richesse.

⁷² V. dans le contexte particulier des procédures collectives, Rizwaan Jameel Mokal, *Corporate Insolvency Law: Theory and Application* (Oxford University Press, 2005), 25: « transaction cost efficiency should be a (procedural) goal of every part of a morally defensible legal system ».

⁷³ V. Anthony J. Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy », *SSRN Electronic Journal*, 16 mars 2019.

⁷⁴ V. Casey, 22.

59. L'efficience transactionnelle (ou procédurale) est alors poursuivie pour des raisons instrumentales, comme le meilleur moyen d'assurer l'efficience économique tout court (ou distributive)⁷⁵.

⁷⁵ V. sur les deux notions, Mokal, *Corporate Insolvency Law*, 24-26.

2. Le rôle économique des procédures collectives

2.1. Les objectifs des procédures collectives

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

2.1.1. *La facilitation du financement ex ante*

61. Dans la mesure où l'un des objectifs du droit des affaires en général est de diminuer le coût d'accès au capital, l'un des objectifs fondamentaux de toute intervention législative devrait être celui d'assurer des meilleures conditions de financement des entreprises et de stimuler ainsi la croissance économique⁷⁶.

62. Il suffit de noter que le traitement qui est réservé aux créanciers en cas de difficultés de leur débiteur est un facteur majeur dans l'accès *ex ante* de ce débiteur au financement⁷⁷. Dans ce sens, les procédures collectives ne sont pas un système fermé et isolé, mais doivent être vues comme un élément du système juridico-économique plus large⁷⁸.

63. Si le créancier a la certitude *ex ante* que ses intérêts seraient protégés efficacement, le risque de son investissement est réduit et le coût du financement pour l'entreprise abaissé⁷⁹. Deux éléments semblent être

⁷⁶ V. en réponse à un article précédent du Prof. F. Steffek, Sarah Paterson, « The Cost of Capital – the Normative Foundation of Corporate Law: A Reply », *European Company and Financial Law Review* 14, n° 2 (2017): 316–335.

⁷⁷ V. Sophie Vermeille et Adrien Bézert, « Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : Comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ? », *RTDF*, n° 1 (2014): 166.

⁷⁸ V. Douglas G. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », *The Yale Law Journal* 108, n° 3 (décembre 1998): 589.

⁷⁹ V. l'un des articles fondateurs du mouvement Law and Finance, Rafael La Porta et al., « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance* 52, n° 3 (1997): 1131-50; V. aussi Robert K. Rasmussen, « The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives », *Washington University Law Review* 72, n° 3 (1 janvier 1994): 1159-1211; et Andrea Moro, Daniela Maresch, et Annalisa Ferrando, « Creditor protection, judicial enforcement and credit access », *The European Journal of Finance* 24, n° 3 (11 février 2018): 250-81, <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1216871>; Pour une analyse de l'importance des « safe harbours » pour le développement des marchés des produits dérivés, v. Philipp Paech, « The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours », *Oxford Journal of Legal Studies* 36, n° 4 (1 décembre 2016): 855-84.

fondamentaux : la protection efficace des droits des créanciers d'une part, la prévisibilité du traitement dont ils font l'objet en cas de procédure collective de l'autre⁸⁰.

64. A cet égard, quelques études empiriques comparées semblent indiquer que le coût général du financement serait notamment abaissé lorsque les créanciers ont la certitude que leurs intérêts seraient préservés par le biais des règles de contrôle du comportement du débiteur en difficulté financière, plutôt que par des règles qui accordent une parfaite protection des intérêts économiques dans les actifs du débiteur (par exemple par le biais des sûretés *bankruptcy-remote*)⁸¹.
65. Deux intuitions pourraient expliquer ce résultat. D'abord, les règles procédurales permettant une négociation de la restructuration par un alignement des intérêts des parties prenantes réconfortent tous les créanciers dans leur capacité à protéger, par eux-mêmes, leurs intérêts, alors que le simple renforcement des règles du droit des sûretés signifie, les actifs du débiteur étant limités, que seuls certains créanciers qui en bénéficient pourraient véritablement être protégés. L'incitation des parties prenantes à négocier semble drastiquement limitée dans le deuxième scénario, dans la mesure où les créanciers protégés n'ont aucun intérêt rationnel à investir les finances et le temps nécessaires pour assurer une restructuration efficiente⁸².
66. Ensuite, les règles qui assurent exclusivement la protection de l'intérêt économique dans les actifs peuvent rendre le coût du financement excessivement onéreux aux yeux du débiteur lui-même, dont les actifs

⁸⁰ V. Francesca Cornelli et Leonardo Felli, « Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures », *European Economic Review*, Paper and Proceedings of the Eleventh Annual Congress of the European Economic Association, 41, n° 3 (1 avril 1997): 476: « In particular, we take the protection of creditors' claims to consist in both the attempt to maximize the proceeds to the creditors from the reorganization (what we call revenue efficiency) and the respect of the relative seniority of their claims (known as absolute priority rule)" ».

⁸¹ V. Simon Deakin, Viviana Mollica, et Prabirjit Sarkar, « Varieties of Creditor Protection: Insolvency Law Reform and Credit Expansion in Developed Market Economies », *Socio-Economic Review* 15, n° 2 (2017): 381: « Debtor control laws are largely about shifting the balance of power within the firm from shareholders to creditors while the firm is a going concern, and thereby operate to increase the supply of debt finance to firms. In contrast, credit contract laws give external creditors enhanced power over the managers of the firm by enabling them to seize corporate assets in the event of default. Laws of this kind, once they pass a certain threshold, depress the demand for credit. »

⁸² V. Sarah Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », *Oxford Journal of Legal Studies* 36, n° 4 (2016): 697-723: « Part of the distributional concern arises because creditors at the top of corporate bankruptcy law's order of distributional priority have little incentive to agree to a restructuring if (i) they will recover all or most of their claims on a sale of the business and assets; and (ii) a sale may be more timely, and cheaper to implement. »

pourraient ainsi se trouver démembrés à la moindre difficulté financière, diminuant ainsi la *demande* de financement⁸³.

2.1.2. La distribution efficace des ressources ex post

67. La question des objectifs que doit poursuivre le régime des procédures collectives une fois la difficulté financière avérée semble plus débattue. La détresse d'une entreprise touche, en effet, non seulement les intérêts de ses créanciers financiers, mais aussi ceux des parties vulnérables, tels ses employés, ainsi que ceux du tissu économique tout entier. Il n'est point étonnant, dès lors, que la faille entre les différents courants théoriques passe précisément par l'identification de ces objectifs *ex post*.

2.1.2.1. Les objectifs selon l'école traditionnaliste : la préservation de l'entreprise au nom des enjeux économiques et sociaux

68. Certains auteurs, généralement tenant de l'école dite « traditionnaliste », pensent que l'objectif des procédures collectives doit être en toute circonstance de réhabiliter les entreprises qui rencontrent des difficultés, les enjeux économiques et sociaux immédiats d'une faillite étant trop importants⁸⁴.

69. Parmi les différents arguments proposés par cette école, celle de Korobkin semble les plus proches de l'approche générale que nous soutenons dans cette étude. Son argument commence par l'observation que la détresse financière affecte des parties diverses, dont les intérêts sont contradictoires, et ne peut ignorer certaines au profit des autres. Il ne s'agit pas seulement d'une question de maximisation de la valeur économique de certaines ressources, mais aussi de la manière dont ces différentes parties (notamment les employés) conçoivent leur rôle dans la société.

70. Afin d'assurer une mise en balance équitable de ces différents intérêts, Korobkin propose, alors, de recourir à la méthode rawlsienne d'une négociation hypothétique derrière le « voile de l'ignorance »⁸⁵. Cette

⁸³ V. Deakin, Mollica, et Sarkar, « Varieties of Creditor Protection », 380: « The finding that laws of this kind have a dampening or negative effect on private credit suggests that laws strengthening creditors' security rights may depress demand for credit, as managers and shareholders find the terms on which security rights are enforced to be excessively onerous. »

⁸⁴ V. les trois auteurs qui soutiennent, pour des raisons différentes, une telle position, Donald R. Korobkin, « Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy », *Columbia Law Review* 91, n° 4 (1991): 766-68; Elisabeth Warren, « Bankruptcy Policy », *U. Chicago L. Rev.* 54, n° 3 (1987): 775; Karen Gross, « Taking Community Interests into Account in Bankruptcy: An Essay », *Washington University Law Review* 72, n° 3 (1 janvier 1994): 1031-48.

⁸⁵ V. John Rawls, *A Theory of Justice. Revised Edition*, 2^e éd. (Harvard University Press, 1999), 118: « no one knows his place in society, his class position or social status; nor does

négociation hypothétique a lieu entre toutes les parties potentiellement affectées, mais ignorant leur situation précise dans le cas d'une détresse en particulier, ce qui les oblige à s'imaginer dans tous les rôles possibles et d'internaliser ainsi le conflit entre les intérêts en présence.

71. Nous reviendrons plus loin à cette approche de négociation hypothétique, en faveur de laquelle nous plaidons également⁸⁶. Il suffit de souligner, ici, que les conclusions qui en sont tirées sont différentes de celles qui nous semblent s'imposer. Notamment, Korobkin considère qu'une telle négociation hypothétique aboutirait à un régime de procédures collectives qui essaie de satisfaire toujours le plus grand nombre d'objectifs des parties en présence. Lorsqu'une telle maximisation n'est pas possible, le régime devrait, selon Korobkin, protéger les intérêts des parties les plus vulnérables, dans la mesure où tous les participants à la négociation s'imagineraient dans ce rôle vulnérable et aimeraient se prémunir contre le pire⁸⁷.
72. Comme il apparaîtra dans la suite de cette étude, nous n'opposons pas par principe la prise en considération de toutes les parties prenantes en cas de difficulté d'un débiteur, notamment dans une approche comme celle de Korobkin. Simplement, les arguments des traditionalistes semblent préjudiciables aux intérêts à long terme qu'ils entendent défendre, car ils ne prennent pas en considération la manière dont le capitalisme assure la croissance à long terme, d'une part, et les limites épistémiques de ceux sur qui ils font reposer le poids de la décision de « sauvetage » au cas par cas, d'autre part.

2.1.2.2. Les objectifs selon l'école procédurale

2.1.2.2.1. La nécessaire redistribution efficiente des ressources dans l'économie

73. Fondamentalement, il nous semble que les arguments de l'école « traditionaliste » ignorent le fait qu'une économie de marché est fondée sur la réussite de certaines entreprises et l'échec d'une majorité⁸⁸. Cet effet

he know his fortune in the distribution of natural assets and abilities, his intelligence and strength, and the like ».

⁸⁶ Le lecteur est renvoyé aux par. 103 et suiv. pour de plus amples développements sur cette expérience de pensée.

⁸⁷ V. Donald R. Korobkin, « Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law », *Texas Law Review* 71 (1993 1992): 565-71.

⁸⁸ V. Douglas Baird, « A World Without Bankruptcy », *Law and Contemporary Problems* 50, n° 2 (1 avril 1987): 183; V. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », 580: « the cold realities of a market economy: Success is rewarded and failure is brutally punished. Most firms fail. Keeping firms intact that cannot effectively compete results in more harm than good over the long run ».

est en grande partie responsable du développement à long-terme, dans la mesure où il assure la sélection des meilleures entreprises, la diffusion des connaissances dans le marché et un meilleur usage des connaissances et capacités des travailleurs eux-mêmes⁸⁹.

74. Généralement, sans que cela soit sans exceptions, la raison de la disparition continue des entreprises n'est pas l'inefficience du marché, mais la complexité et l'imprévisibilité de l'environnement économique, social et technologique⁹⁰. Dans ce sens, le propre du capitalisme est de créer les conditions de concurrence permettant l'émergence d'une « sélection naturelle » des entreprises les mieux adaptées à un certain moment, même si ces conditions n'adviennent pas toujours⁹¹. Même les gagnants de cette concurrence à un certain moment de l'évolution économique pourraient ne plus être adaptés lorsque l'environnement change⁹².
75. Ce n'est dès pas surprenant qu'une récente étude de l'OCDE indique que la productivité économique plus robuste dans certains pays est fortement corrélée avec l'index d'allocation efficiente des employés parmi les entreprises actives⁹³. Or, les règles qui mettent les entreprises à l'abri de

⁸⁹ V. Anne Marie Knott et Hart E. Posen, « Is Failure Good? », *Strategic Management Journal* 26, n° 7 (2005): 617-19, <https://doi.org/10.1002/smj.470>: « «three potential mechanisms through which failure (excess entry) might affect market structure and thereby efficiency growth. The first mechanism is a selection effect--firms surviving from a larger pool (more excess entry) ought to perform better on average than the same number of firms surviving from a smaller pool... The second mechanism is a competition effect—the more firms in an market, the greater the stimulus to innovation... The third mechanism is a spillover effect—the knowledge produced by excess entrants while “wasted”, in that it is no longer appropriable by the failed firm, may be captured by survivor firms through spillovers ».

⁹⁰ V. Eric D. Beinhocker, *The Origin of Wealth: The Radical Remaking of Economics and What It Means for Business*, 1st edition (London: Harvard Business School Pr., 2007).

⁹¹ V. Joseph Alois Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (Routledge, 1976), 82-83.

⁹² V. Robert R. Wiggins et Timothy W. Ruefli, « Sustained Competitive Advantage: Temporal Dynamics and the Incidence and Persistence of Superior Economic Performance », *Organization Science* 13, n° 1 (2002): 82-105; V. aussi Nicholas Dew, Brent Goldfarb, et Saras Sarasvathy, « Optimal Inertia: When Organizations Should Fail », *Advances in Strategic Management* 23 (1 janvier 2006): 73-99.

⁹³ V. Dan Andrews et Alessandro Saia, « Coping with Creative Destruction », *OECD Economic Department Working Papers*, 2017, 7: « more productive firms are likely to account for a much larger share of employment in the United States than in the European Union. Relative to a random allocation of labour across firms, this actual allocation of labour boosts manufacturing sector labour productivity by almost 60% in the United States, but only by 30% across the European Union on average. Digging deeper, significant differences also emerge within Europe, ranging from relatively efficient labour allocation in some Nordic economies to widespread misallocation in southern Europe ».

la concurrence du marché semblent induire précisément une mauvaise allocation des ressources⁹⁴.

76. Il s'ensuit que maintenir artificiellement en activité une entreprise non viable ne fait que retarder l'inévitable et capter inutilement des ressources qui pourraient être mieux distribuées dans l'économie plus large⁹⁵. Tant que ces ressources restent captives, les entreprises potentiellement plus efficaces sont pénalisées, leur accès au financement étant plus compliqué. A long terme, c'est la croissance économique et la création d'emplois qui portent les coûts d'un biais systématique en faveur de la continuation de l'activité de l'entreprise⁹⁶.
77. L'objectif fondamental de tout régime de procédures collectives est donc, dans cette perspective, d'identifier et traiter différemment les entreprises économiquement viables mais dotées d'une mauvaise structure capitalistique, de celles qui ne le sont pas⁹⁷. Autrement dit, seules les

⁹⁴ V. l'étude de la Banque Centrale Européenne, Elisa Gamberoni, Paloma Lopez-Garcia, et Claire Giordano, « Capital and Labour (Mis)Allocation in the Euro Area: Some Stylized Facts and Determinants », *European Central Bank Working Paper*, 2016: « regulations that shelter firms from competition might result in poor allocation of resources because low productive firms will keep operating instead of downsizing or exiting ».

⁹⁵ V. Tim Verdoes et Anthon Verweij, « The (Implicit) Dogmas of Business Rescue Culture », *International Insolvency Review* 27, n° 3 (2018): 410: « Businesses and competitive advantage are temporary and changed, failed, and dissolved businesses are the essence of capitalism and should be considered reasons for not interfering and facilitating business rescue. The firm is merely a fluid membrane of pooled and clustered resources with dense interactions – a vehicle or interactor shielded by corporate law... Keeping alive zombie firms prohibits the flow of resources to more productive firms, creates an entry barrier, and crowds out innovative firms. »

⁹⁶ V. à propos de « l'anomalie française en matière de droit des faillites », Jean Tirole, *Économie du bien commun* (Paris: PUF, 2016), 334-35: « L'idée qui sous-tend cette législation est que les emplois auraient plus de chances d'être sauvés en cas de difficultés de l'entreprise si le contrôle est laissé aux associés plutôt qu'aux créanciers... Tout d'abord, il n'y a pas d'argument théorique et encore moins d'évidences empiriques qui confortent la thèse selon laquelle les institutions françaises protègent l'emploi... Et surtout, la création d'emplois est là encore négligée. Si la faible protection des créanciers a un impact négatif sur le financement et la croissance des entreprises, ce qui est probable, l'effet net de la loi sur l'emploi est sans doute négatif ».

⁹⁷ V. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », 581: « bankruptcy law exists to solve the problem of financial distress. Outside of bankruptcy, our legal system does not intervene to keep firms in economic distress in business »; Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 15: « a financially distressed firm should be restructured and kept alive only if it is economically viable, i.e. if it does not suffer from financial and economic distress »; V. Guillaume Plantin, David Thesmar, et Jean Tirole, « Les enjeux économiques du droit des faillites », *Notes du conseil d'analyse économique* n° 7, n° 7 (1 décembre 2013): 1-12; V. également pour une étude comparative des fonctions attribuées au droit des entreprises en difficultés, Régis Blazy et al., « Analyse économique du droit de la faillite : les dix fonctions des procédures collectives », *Revue d'économie financière* N° 129, n° 1 (15 juin 2018): 117-60.

entreprises dont la valeur en activité est supérieure à leur valeur en cas de liquidation par vente isolée d'actifs, le droit des procédures collectives visant avant tout de réduire les frictions qui empêchent le déploiement du financement et des actifs vers leur meilleur usage possible (en tout état de cause, tel que cet usage est déterminé par le marché)⁹⁸.

78. Dans cette approche, les autres objectifs du droit des entreprises en difficulté devraient être subordonnés à celui de l'organisation d'une telle partition. Si une entreprise n'est pas viable, la maintenir en activité uniquement pour préserver les emplois ne peut être qu'une solution court-termiste, potentiellement nuisible à la création d'emplois à long terme⁹⁹.

2.1.2.2.2. *La difficile mise en balance des objectifs d'ordres différents*

79. Un autre aspect qui rend l'approche « traditionaliste » difficile à accepter est le fait qu'elle aboutit à exiger du décideur une difficile mise en balance de considérations d'ordre différent et, dans une certaine mesure, incommensurables.
80. Remarquons tout d'abord qu'en tout état de cause le débat entre les considérations d'équité et ceux de l'efficacité ne peut avoir lieu que lorsque la dernière est comprise au sens substantiel précédemment identifié. En revanche, comme précédemment indiqué, lorsqu'il s'agit d'assurer l'efficacité procédurale, les objectifs finaux ayant été fixés par ailleurs, aucune contradiction n'est plus possible, même à court terme¹⁰⁰.
81. Ensuite (et premièrement), multiplier les objectifs que doivent poursuivre les procédures collectives (économiques et non économiques en même temps) revient à créer une grande incertitude quant aux poids qui seraient

⁹⁸ V. Thomas Jackson et David Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery », *Faculty Scholarship at Penn Law*, 1 juillet 2013, 5: « bankruptcy plays a crucial role in undergirding the mobility of assets to their highest and best use »; V. également l'étude de l'OCDE, Müge Adalet McGowan et Dan Andrews, « Design of Insolvency Regimes across Countries », *OECD Economic Department Working Papers*, 2018, 89-90: « Creative destruction is a key feature of well-functioning economies... There is growing recognition, however, that the labour productivity slowdown experienced over the past two decades is partly rooted in a rise of adjustment frictions that rein in the creative destruction process... In this view, reviving productivity growth will, in part, depend on policies that effectively facilitate the exit or restructuring of weak firms ».

⁹⁹ V. Jackson et Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery »; Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », 3: « If capital is withdrawn from businesses which are failing and redeployed in businesses which are succeeding, the rest (in terms of jobs and prosperity) will follow. On the other hand ... if corporate bankruptcy law pursues the protection of jobs as an independent objective, capital may continue to be deployed in less-efficient producers in the economy ».

¹⁰⁰ Si l'efficacité est comprise dans ce sens procédural, elle ne peut simplement pas être calculée tant que les objectifs (distribution efficiente des ressources, préservation des emplois, etc.) n'ont pas été fixés. V. Mokal, « On Fairness and Efficiency », 458.

accordés à chacun d'entre eux par le décideur final¹⁰¹. Cette observation s'impose d'autant plus qu'il n'est pas généralement précisé quelles sont les valeurs non-économiques à prendre en compte et quel devrait être leur poids relatif¹⁰². Il semble probable, en l'absence de standards objectifs, que des décisions contradictoires d'une juridiction à l'autre, voire d'un cas à l'autre, verraient le jour, en fonction des pressions politiques locales et de l'ensemble de valeurs auxquelles le décideur est favorable¹⁰³.

82. Or, cette incertitude existe au détriment de la prévisibilité des procédures et introduit un risque non contrôlable pour les pourvoyeurs de financement *ex ante* et les oblige à investir dans la surveillance accrue des activités du débiteur¹⁰⁴, ce qui ne tarderait pas à être pris en compte dans le prix de ce financement¹⁰⁵. Il n'est pas exclu, de plus, que les investisseurs décident d'éviter les investissements dans des régions où la prise en compte des intérêts communautaires serait susceptible de diminuer leur recouvrement si l'entreprise n'est plus viable¹⁰⁶.
83. Deuxièmement, il faut remarquer que les arguments de l'école « traditionaliste » n'aboutissent pas forcément à rendre les décisions finales plus « équitables ». Certes, cette approche fait appel à une intuition profondément ancrée qui veut que le système juridique ne doive pas servir

¹⁰¹ V. Jackson et Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery », 512: « Accomplishing a world in which bankruptcy maximized its contribution to economic growth and recovery would be aided by a clear understanding that one can only ask bankruptcy to do so much. »

¹⁰² Les auteurs de l'école traditionaliste le reconnaissent eux mêmes, v. Warren, « Bankruptcy Policy », 360: « The development of a list only begins the policy inquiry. It does not explain how far to pursue a goal - should we reallocate all the resources of a business to parties who are poor risk spreaders? - nor does it resolve what to do when goals conflict ».

¹⁰³ V. Yongqing Ren, *A comparative study of the corporate bankruptcy reorganization law of the US and China* / (The Hague, Netherlands : Eleven International, 2012), 40.

¹⁰⁴ V. Barry E. Adler, « Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy », *Stanford Law Review* 45, n° 2 (1993): 317: « For example, if a high- priority creditor anticipated the possibility of making concessions in bank- ruptcy reorganization, it might expend resources to monitor a firm and pro- tect its interest in anticipation of bankruptcy. Had the creditor been able to rely on its priority in bankruptcy it may have saved these resource ».

¹⁰⁵ V. Christopher Frost, « Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process », *North Carolina Law Review* 74, n° 1 (1995): 115: « The introduction of the community and employee interests into the bankruptcy system will create a non- controllable risk in every investment contract: the risk that the investor will be forced to invest in negative net present value projects. The introduction of this risk can be expected to increase the cost of capital as firms are unable to make credible commitments that capital may be withdrawn from the project ».

¹⁰⁶ V. Frost, 119: « firms may find that the increased cost of capital. associated with community dependency is enough to tip the scale in favor of locating operations away from poorer areas ».

seulement l'efficacité économique, mais aussi l'équité et la justice distributive sociale. Des multiples études indiquent que les hommes préfèrent se soumettre à un régime qu'ils perçoivent comme étant équitable ; en l'absence d'une telle conviction, l'efficacité même du régime semble atteinte dans la mesure où les participants n'y adhèrent pas entièrement¹⁰⁷. Toutefois, plusieurs observations semblent s'imposer.

84. Tout d'abord, si, comme nous l'avions soutenu, l'allocation efficace des ressources dans l'économie devrait aboutir à une plus forte croissance économique et à la création d'emplois à long-terme (ce qui, bien évidemment, est une hypothèse empirique qui nécessite une corroboration du même ordre), il semble s'ensuivre qu'il est dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, et non seulement les créanciers financiers, que les procédures collectives assurent un partage fiable entre les entreprises viables et celles qui ne le sont pas¹⁰⁸. Il ne s'agit pas, alors, de sacrifier les intérêts de certaines parties prenantes sur l'autel des autres. Si les procédures collectives sont bien conçues, les deux considérations devraient converger à long terme. En effet, certaines études comparatives semblent indiquer même que lorsque les procédures collectives créées dans des économies émergentes visaient à atteindre en même temps beaucoup trop d'objectifs sur le court terme, les résultats finaux se sont avérés sous-optimaux de tous les points de vue¹⁰⁹.
85. Ensuite, il n'est même pas certain qu'une décision perçue à court-terme comme étant équitable envers les parties vulnérables en jeu le soit par rapport à toutes les parties potentiellement affectées. Toute décision de maintenir en activité une entreprise non viable est en effet une forme de subvention indirecte de cette entreprise (car l'État force alors une redistribution des ressources en faveur de cette entreprise). Or, une telle subvention fausse la concurrence libre et se fait nécessairement au

¹⁰⁷ V. pour une critique de certaines approches économiques du droit, qui négligent la préférence réelle des hommes pour des règles équitables, Michael B. Dorff et Kimberly Kessler Ferzan, « Is There a Method to the Madness? Why Creative and Counterintuitive Proposals Are Counterproductive », in *Theoretical Foundations of Law and Economics*, Mark D. White (Cambridge University Press, 2008), 21-40.

¹⁰⁸ V. Andrews et Saia, « Coping with Creative Destruction », 9: « For the unemployed, more reallocation goes hand in hand with a higher arrival rate of new job opportunities, which decreases the risk of long-term unemployment. For the employed, labour market fluidity can improve the quality of job-worker matching, particularly for young people due to their lack of experience, which in turn can facilitate higher wage growth. Moreover, reallocation is a key driver of long-run productivity growth, which in turn creates the fiscal space to finance public investments in health and education ».

¹⁰⁹ V. Kristin Van Zwieten, « Corporate Rescue in India: The Influence of the Courts », *Journal of Corporate Law Studies* 15, n° 1 (2015): 8-9: « motivated by broader concerns, including the desire to strengthen the industrial sector in newly independent India, and an anxiety to protect workers of sick industrial companies from unemployment led to delay, inefficiency, dysfunction and ultimately the need for reform ».

préjudice des concurrents de l'entreprise subventionnée et de ses propres employés, qui en paient le prix¹¹⁰.

86. La subvention maintient artificiellement l'offre de produits ou services de l'entreprise subventionnée sur le marché. Plus encore, elle pourrait inciter les débiteurs en difficultés à recourir à des stratégies de prix agressifs, dans la mesure où la viabilité à long-terme d'une telle stratégie n'est plus un facteur à prendre en compte dès lors que la survie artificielle est assurée de toutes les façons¹¹¹. Autrement dit, il se pourrait que l'attractivité initiale de l'argument traditionaliste s'explique simplement par une définition trop étroite des frontières des parties potentiellement affectées par la décision de subvention d'entreprises non viables.

2.1.2.2.3. *L'accompagnement de la redistribution des ressources par des régimes autres que les procédures collectives*

87. Ce qui vient d'être soutenu n'implique pas que « destruction créatrice » propre au capitalisme ne devrait pas être accompagnée de mesures permettant d'éviter la détresse sociale qui suit temporairement toute liquidation d'entreprises non viables¹¹². Simplement, il paraît que cet accompagnement devrait avoir lieu par des moyens autres que le droit des procédures collectives.
88. L'intuition fondamentale est que si une redistribution des ressources en faveur des parties vulnérables (par la subvention des entreprises non viables) semble nécessaire, c'est parce que ces parties ne pourraient pas

¹¹⁰ V. à propos du sauvetage de Chrysler, Jackson et Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery », 413« If the government was to provide assistance (whether training grants or other forms of economic assistance) to Chrysler workers who lose their jobs as a result of a liquidation of Chrysler, that decision can be argued on its own merits. The irony of the failure to do so is that the workers of the other auto manufacturing firms that inevitably lost jobs as a result of the Chrysler bailout, never had the opportunity for a discussion about similar assistance to them ».

¹¹¹ V. Frost, « Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process », 121: « Desperate to prolong the life of a dying company, shareholders might urge management to price the company's goods and services low enough to maintain the business in the short term-even if the cost is longer term operating losses... industry competitors and their dependents may bear some of the cost of such protection as they are forced to match the pricing of the bankrupt business or lose customers ».

¹¹² V. Andrews et Saia, « Coping with Creative Destruction », 9: « While a higher pace of reallocation can reduce the adverse consequences of unemployment for those the unemployed, it also implies a higher rate of job destruction. A key concern is that job displacement can lead to persistent earnings losses, which is typically explained by the idea that getting knocked-off a partially climbed job ladder is costly due to loss of firm-specific human capital, high quality job matches and back-loaded compensation. Worker displacement has also been linked to negative outcomes with respect to life expectancy, health outcomes, marital stability, emotional well-being and the education outcomes of displaced workers' children ».

facilement offrir leurs services à une entreprise plus compétitive, les marchés n'étant pas suffisamment efficaces pour assurer un redéploiement sans frictions. Il semble, toutefois, préférable d'adresser ces inefficiences par le biais des politiques sociales de l'État, financées par la taxation, plutôt que dans le cadre des procédures collectives.

89. Une telle approche, qui n'a rien de révolutionnaire, permet d'identifier clairement à la fois le groupe qui supporte les coûts de la politique de l'État et le groupe qui en bénéficie¹¹³. Elle permet, également, de financer des politiques actives tournées vers l'avenir, telles que la formation des employés, plutôt qu'un prolongement pendant une période indéfinie d'une solution qui ne peut être que temporaire (la subvention d'une entreprise non viable)¹¹⁴. Plus généralement, ce type d'accompagnement pose moins de problèmes de légitimité politique, dans la mesure où toutes les parties prenantes peuvent influencer et contrôler la politique fiscale plus que les décisions des juges, et permet de prendre en compte les enjeux économiques plus larges, qui dépassent la seule entreprise en question¹¹⁵.
90. Il est parfois soutenu, sans abandonner le cadre de l'analyse économique, qu'il serait efficace de rendre les procédures collectives plus anticycliques, visant à préserver les emplois en période de récession, lorsque les taux de chômage sont importants¹¹⁶. L'argument s'appuie, tout d'abord, sur l'observation souvent citée que toute taxation est susceptible d'induire une distorsion du comportement des acteurs du marché, à la fois des employés et des investisseurs, qui crée un coût pour tout montant marginal d'impôts levé¹¹⁷. Pour la facilité de l'argument, ce coût est estimé à 1/3 de chaque

¹¹³ V. Frost, « Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process », 136.

¹¹⁴ V. Andrews et Saia, « Coping with Creative Destruction », 17: « higher expenditure on active labour market policies (ALMPs) as a per cent of GDP is associated with a high probability of re-employment one year after plant closure...On average, this policy reform (note: a 1% increase in the level of public expenditure on ALMP) is associated with an increase in the predicted re-employment probability for both workers. However, the estimated impact for workers who lost their job due to business closure is about twice as large as the estimated impact for other workers. Given the political salience of job loss due to firm exit and the limited fiscal room to manoeuvre in many OECD countries, these results suggest that there may be a case to tailor ALMP expenditures toward workers displaced by firm exit, as opposed to workers displaced due to other involuntary reasons ».

¹¹⁵ V. Frost, « Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process », 136: « Taxation decisions, at least on the federal level, can be conducted with an eye toward aggregate economic effects. Congress, unlike the judiciary, may consider forward-looking information regarding the broad range of economic effects taxation and transfer payments may entail ».

¹¹⁶ V. not. Zachary Liscow, « Counter-Cyclical Bankruptcy Law: An Efficiency Argument for Employment-Preserving Bankruptcy Rules », *Columbia Law Review* 116 (2016): 1461.

¹¹⁷ V., estimant qu'aux Etats Unis, pour chaque dollar d'impôt levé, entre 0.17 et 0.56 sont perdus, Charles L. Ballard, John B. Shoven, et John Whalley, « General Equilibrium

montant supplémentaire d'impôt¹¹⁸. Il s'ensuit que lorsque le coût d'une dérogation par rapport à la règle supposée être économiquement efficiente est inférieur au coût induit par la politique fiscale qui serait nécessaire en l'absence d'une telle dérogation, il est préférable, d'un point de vue macroéconomique, d'accepter la distorsion.

91. S'agissant des objectifs du traitement réservé aux entreprises en difficulté, la conclusion qui semble en découler est que dans certaines circonstances il est efficient de payer le coût à long terme (dégradation de l'accès au financement *ex ante* et par la distorsion des règles de concurrence libre) induit par le sauvetage d'une entreprise non viable pour préserver les emplois si un plus grand coût à long terme lié à la politique fiscale nécessaire dans l'alternative est ainsi évité.
92. Il en serait particulièrement ainsi en périodes de récession¹¹⁹. Dans ces périodes, l'incertitude économique, la dépression dans la demande et le coût de l'emploi par rapport à celle-ci¹²⁰ rendent l'attente d'un redéploiement efficiente des ressources plus difficilement justifiable. En même temps, les frictions du marché du travail seraient trop importantes pour que les employés puissent facilement migrer vers une autre entreprise. Il semble donc efficient de prévoir des métarègles permettant un basculement des objectifs du régime de traitement des entreprises en difficulté vers ceux permettant une préservation de l'emploi dès lors que les conditions ci-décrites sont satisfaites¹²¹.

Computations of the Marginal Welfare Costs of Taxes in the United States », *American Economic Review* 75, n° 1 (1985): 128-38.

¹¹⁸ V. Zachary Liscow, « Reducing Inequality on the Cheap: When Legal Rule Design Should Incorporate Equity as Well as Efficiency », *Yale Law Journal* 123, n° 7 (2014): 2482.

¹¹⁹ V. Liscow, « Counter-Cyclical Bankruptcy Law », 1464: « This Article applies such reasoning, suggesting that bankruptcy law can create an additional distortion by considering employment effects but nonetheless reduce the distortion overall by reducing the distortion from taxation....If labor markets are working properly and unemployment rates are low, then the bankruptcy judge should not consider employment effects and instead focus on maximizing return to creditors. If labor markets are not working properly and unemployment rates are high (so that a job saved at a reorganized firm is likely to lead to a reduced unemployment rate), then the bankruptcy judge should return less to creditors in some cases, thereby saving jobs and, in turn, saving the government money. »

¹²⁰ V. Liscow, 1470: « One way to understand this phenomenon is through the presence of sticky wages. Labor demand falls, but wages do not. As a result, when workers are laid off, they are not re-employed. The economy stays in a recession, so capital too is underutilized. This market failure may justify "interference" with the value-maximizing role of bankruptcy. »

¹²¹ V. Liscow, 1496: « (T)he counter-cyclical bankruptcy rules do not require judges to exercise any discretion that they do not already exercise but instead only to exercise it more effectively; such rules require that judges put a thumb on the scale in favor of

93. Cet argument nous semble parfaitement audible et séduisant d'un point de vue théorique, mais paraît difficilement traductible en pratique, dans la mesure où il exige que le décideur (à première vue, le juge des faillites) soit en mesure de déterminer exactement les coûts respectifs à long terme des différentes alternatives, d'où découlerait l'identification du moment du basculement des objectifs des procédures collectives.
94. Certes, les promoteurs de cet argument offrent plusieurs outils censés appuyer une telle prise de décision¹²². Il reste, néanmoins, que le calcul des coûts à long terme à comparer serait un exercice fort compliqué, et ce d'autant plus qu'il devrait être aussi granulaire que possible¹²³. Le coût informationnel d'un tel calcul pourrait être prohibitif dans une économie dont la structure semble rappeler celle des systèmes adaptatifs complexes¹²⁴, dans lesquels la teneur des connexions au sein des écosystèmes compte plus que les performances économiques de chaque entreprise particulière¹²⁵.
95. Ces éléments laissent penser que le calcul serait trop compliqué pour tout décideur, mais le juge semble particulièrement vulnérable à cet égard. Il n'est pas censé être doté d'une compétence économique aussi parfaite que celle nécessaire pour rendre l'argument plausible et ne vit pas lui-même avec le poids des conséquences de ses décisions (ce qui, nous allons y revenir, devrait induire un certain scepticisme quant à sa capacité de toujours prendre les bonnes décisions). Qui plus est, il pourrait se retrouver confronté à des pressions politiques directes ou indirectes susceptibles d'induire un biais en faveur des restructurations (par exemple dans des régions en détresse).

reorganization in times of high unemployment and that they refrain from doing so in times of low unemployment. »

¹²² V. Liscow, 1472.

¹²³ V. Liscow, 1481: « Thus, to determine times when overall unemployment can be reduced through bankruptcy law, a judge or policymaker should measure the unemployment rate for the labor market relevant for a worker in a particular time, place, and line of work. »

¹²⁴ V. Arthur W. Brian, « Complexity Economics: A Different Framework for Economic Thought », in *Complexity and the Economy* (Oxford University Press, 2014); Sur la difficulté d'une approche instrumentale ex ante pour un décideur avec rationalité bornée, v. Matthew Adler, « Bounded rationality and legal scholarship », in *Theoretical Foundations of Law and Economics* (ed. Mark D. White) (Cambridge University Press, 2008), 137.

¹²⁵ V. Verdoes et Verweij, « The (Implicit) Dogmas of Business Rescue Culture », 405: « In these self-organized value chains, it is connections that count (and not if these connections are interorganizational or intraorganizational connections). These flows transcend the individual firm. Bundles of resources especially knowledge “flow” through these value chains and are attracted and repelled by firms. Useful knowledge will in general be absorbed by other links in the value chain. These knowledge diffusion and spillovers are the essence of capitalism. »

96. Cela reste, sans aucun doute, une question empirique que de savoir si les juges, ou toute autre autorité désignée à cet effet, seraient en mesure de déterminer correctement, et ce systématiquement, les données de la comparaison afin de poursuivre tel ou tel objectif des procédures collectives en priorité dans un cas donné. Jusqu'à telle preuve, il nous paraît hasardeux de reposer sur l'argument exposé dans cette section. La haute probabilité d'erreur d'appréciation du décideur pourrait conduire à la fois à des résultats inefficients *ex post* et à une augmentation, préjudiciable pour le financement *ex ante*, de l'incertitude de l'issue des procédures collectives.

2.1.2.2.4. La diminution du stigmatisme lié aux procédures collectives et l'incitation de l'entrepreneuriat

97. Ajoutons encore qu'une telle approche permet incidemment d'éviter la diminution de l'attrait des procédures collectives par des effets de réputation. En effet, un biais systématique en faveur de la continuation à tout prix de l'activité du débiteur risque d'aboutir à assimiler l'usage de ces procédures aux entreprises non viables.

98. Or, le stigmatisme qui en découle¹²⁶ pourrait être hautement préjudiciable pour les relations commerciales courantes des débiteurs et pour leur accès au crédit à l'issue d'une telle procédure¹²⁷, ce dont la Commission européenne était parfaitement consciente dans ses travaux sur les cadres de restructuration préventifs¹²⁸. Cet effet semble particulièrement

¹²⁶ V. Robert I. Sutton et Anita L. Callahan, « The Stigma of Bankruptcy: Spoiled Organizational Image and Its Management », *Academy of Management Journal* 30, n° 3 (1987): 405-36; Teresa A. Sullivan, Elizabeth Warren, et Jay Lawrence Westbrook, « Less Stigma or More Financial Distress: An Empirical Analysis of the Extraordinary Increase in Bankruptcy Filings », *Stanford Law Review* 59, n° 2 (2006): 233: « (bankruptcy stigma is) 'a cost associated with filing for bankruptcy based on injury to reputation or violation of moral standards' »; pour une étude comparée de cet effet, v. Tibor Tajti, « Bankruptcy Stigma and the Second Chance Policy: The Impact of Bankruptcy Stigma on Business Restructurings in China, Europe and the United States », *China-EU Law Journal* 6, n° 1 (2018): 1-31.

¹²⁷ V. Deniz Ucbasaran et al., « Life After Business Failure: The Process and Consequences of Business Failure for Entrepreneurs », *Journal of Management* 39, n° 1 (2013): 163-202; V. aussi, notant que le stigmatisme est également lié même au nom donné aux procédures collectives, Stephan Madaus, « Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans » (NACIL Reports, 2013), 18: « to prevent the stigma of insolvency, the special proceeding should be called "rescue proceeding" or "confirmation proceeding". The preference between these two options would be for "confirmation proceeding", which has a more neutral character. The word "rescue" makes it clear that there is a need to rescue something ».

¹²⁸ V. Communication de la Commission au Conseil, au Parlement européen, Comité économique et social Européen et au Comité des Régions - Surmonter les stigmates de la faillite d'entreprise – Pour une politique de la deuxième chance - Mise en œuvre du partenariat de Lisbonne pour la croissance et l'emploi, COM/2007/0584.

prononcé s'agissant des entrepreneurs¹²⁹, dont l'échec est souvent perçu comme un signe d'incompétence et limite ainsi l'accès subséquent au financement¹³⁰.

99. L'on trouve ici, une partie de l'explication de la corrélation identifiée entre les procédures collectives « libérales » et la demande pour le capital-risque par des entrepreneurs fondant des nouvelles entreprises. En effet, la possibilité d'un fort stigmatisme ou d'une pénalité en cas de défaillance de l'entreprise envisagée décourage les potentiels entrepreneurs *ex ante*. De plus, elle rend l'entrepreneuriat répété plus difficile, décourageant ainsi les nouvelles tentatives entrepreneuriales *ex post*¹³¹.
100. Soulignons, à cet égard, qu'en dépit de la tendance en France de favoriser les restructurations, la pratique de certaines juridictions dans l'application de quelques dispositions visant directement les dirigeants, tels les articles L. 653-4 (faillite personnelle) et L. 653-8 (interdiction de gérer) du Code de commerce semble faire état d'un certain biais en faveur de la sanction de l'échec, qui ne peut que décourager l'esprit entrepreneurial¹³². Or, les entrepreneurs eux-mêmes semblent prêts à considérer qu'ils sont responsables de leur échec, même lorsque les investisseurs ne sont du

¹²⁹ V. Gerard McCormack, « Apples and Oranges? Corporate Rescue and Functional Convergence in the US and UK », *International Insolvency Review* 18, n° 2 (2009): 114: « (the current proposals) are premised on the assumption that current national bankruptcy laws and stigma associated with business failure negatively influence entrepreneurship. »

¹³⁰ V., notant le fort effet de la faillite sur la décision subséquente des banques d'accorder des crédits au même entrepreneur, et soulignant que cet effet est plus fort en Europe continentale qu'aux Etats Unis, Julien Cusin et Vincent Maymo, « Post-Bankruptcy Stigmatization of Entrepreneurs and Bankers' Decisions to Finance », *M@n@gement* Vol. 19, n° 4 (2016): 305-29.

¹³¹ V. John Armour et Douglas Cumming, « The Legislative Road to Silicon Valley », *Oxford Economic Papers* 58, n° 4 (1 octobre 2006): 602: « If potential entrepreneurs have heterogeneous risk preferences, then more severe legal penalties for bankruptcy will, ceteris paribus, tend to make marginal would-be entrepreneurs less willing to leave paid employment so as to pursue innovative business ideas (Georgellis and Wall, 2002; Fan and White, 2003). This in turn will reduce demand for venture capital finance. Secondly, bankruptcy law will have an ex post effect on the ease with which entrepreneurs may be rehabilitated into the economy after a bankruptcy. Bankruptcy is just as likely to occur because of 'bad luck' as because of incompetence on the part of the entrepreneur ».

¹³² V. contra, pour une approche favorable à ces sanctions contre les dirigeants « incompetents » et non seulement malhonnêtes, au nom de la protection du « tissu économique des agissements nocifs de ces derniers », Christophe Delattre, « "Beau temps" pour le dirigeant incompetent! », *Rev. proc. coll.*, n° 5 (2015): étude 19; Christophe Delattre, « Interdiction de gérer pour avoir omis sciemment de régulariser une déclaration de cessation des paiements dans le délai légal: premières brèches », *JCP E*, n° 29 (2016): 1417.

même avis, sans que le législateur ou les juges doivent les décourager davantage¹³³.

2.1.2.2.5. Conclusion : l'utilité pratique d'un objectif unique

101. Pour les différentes raisons qui viennent d'être exposées, il nous semble souhaitable de concevoir les objectifs des procédures collectives d'une manière limitée. Ces procédures, et le juge qui les supervise, ne sont simplement pas la meilleure manière d'assurer une mise en balance des intérêts économiques et non économiques en présence. Plutôt, la valeur ajoutée de ces procédures doit être de permettre de faire le tri efficacement entre les entreprises viables et celles qui ne le sont pas, afin de sauver les premières et redistribuer les ressources des secondes dans l'économie.
102. Un tel objectif est, en fin de compte, dans l'intérêt des parties prenantes dans leur ensemble que l'activité de l'entreprise se poursuive. Il serait raisonnable, dès lors, que celles-ci se mettent d'accord pour assurer une maximisation de la valeur des ressources employées par l'entreprise. Simplement, le moment des difficultés venu, les parties prenantes sont confrontées à des problèmes de coordination susceptibles d'empêcher l'émergence d'un tel accord. C'est l'existence de ces difficultés de coordination, qui justifie, d'un point de vue économique, qu'il existe un droit des procédures collectives.

¹³³ V. Roxane De Hoe, Frank Janssen, et Guillaume Lecointre, « L'échec Entrepreneurial Comme Voie de Succès Futur », in *Le Grand Livre de l'Économie PME* (Gualino, 2014), 184: « 58 % des entrepreneurs interrogés attribuaient l'échec de leur entreprise à des facteurs internes tels que le manque de stratégie opérationnelle et le manque de capitalisation. Quant aux investisseurs interrogés, 75 % d'entre eux estimaient que l'échec était dû à des facteurs externes tels que la forte concurrence, la faible croissance et la petite taille du marché ».

2.2. La Creditor's Bargain Theory : une négociation hypothétique derrière le voile de l'ignorance

103. Lorsque le débiteur, dont l'entreprise est par ailleurs viable, est confronté à des problèmes de liquidité qui l'empêchent d'accomplir ses obligations de paiement, les créanciers sont confrontés à certains problèmes d'action collective, largement étudiés dans le cadre de la théorie des jeux.
104. Les actifs du débiteur n'étant probablement pas suffisants pour satisfaire toutes les demandes par une vente isolée, les créanciers sont fortement incités à être les premiers à se servir du gage commun, mettant ainsi en danger la poursuite de l'activité, pourtant bénéfique pour l'ensemble des parties prenantes¹³⁴.
105. Autrement dit, ils sont confrontés au dilemme du prisonnier dans un contexte de gestion conflictuelle de ressources communes, dans la mesure où leurs actions individuelles rationnelles aboutissent à un résultat sous-optimal en l'absence de coordination¹³⁵.
106. Les difficultés financières du débiteur font obstacle à la bonne coordination des parties. D'une part, une telle coordination nécessiterait d'offrir des moyens de supervision et de contrôle efficaces à tous les créanciers au cours des négociations, afin de leur permettre de vérifier que le débiteur ne réserve pas un traitement préférentiel à certains d'entre eux¹³⁶.
107. D'autre part, cette hypothèse correspond à une situation de tragédie des anticommons¹³⁷. Il s'agit des hypothèses où les agents ne peuvent pas faire usage de certaines ressources sans obtenir l'accord préalable de tous les autres agents impliqués, chacun d'entre eux possédant un droit exclusif sur l'usage d'une partie des ressources en question. La tragédie des

¹³⁴ V. Nicolaes Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2019), par. 2.10: "Although agreement on a collective approach is in the joint interest of the creditors, they will often be unable in practice to reach agreement on a coordinated approach to enforcement. A statutory system is therefore needed to resolve the prisoner's dilemma and facilitate collective action."

¹³⁵ V. sur le dilemme du prisonnier, par exemple, Steven Tadelis, *Game Theory. An Introduction* (Princeton University Press, 2013), 48; Sur la tragédie des communs et des anti-communs et son application en droit, v. Lee Anne Fennell, « Commons, anticommons, semicommons », in *Research Handbook on the Economics of Property Law* (ed. K. Ayotte et H. E. Smith) (Edward Elgar Publishing, 2011), 35-56.

¹³⁶ V. Barry E. Adler, « The Creditors' Bargain Revisited », *U. Pa. L. Rev.* 166 (2018): 1855: « each creditor would know that it could be left without recourse to any assets if it delayed its own action on the mere hope that the creditors would both find one another and agree to act collectively ».

¹³⁷ V. l'article fondateur Michael A. Heller, « The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets », *Harvard Law Review* 111, n° 3 (1998): 621-88.

anticommuns émerge lorsque les coûts transactionnels des comportements stratégiques des agents empêche la mise en commun des ressources, pourtant conforme à l'intérêt de l'ensemble de ces agents. Là où la tragédie des communs vise les cas où l'impossibilité de coordination entre les agents conduit à une perte de valeur, la tragédie des anticommuns vise les cas où chaque agent est incité rationnellement à extorquer le plus de valeur possible de sa situation de monopole (ou de « *holdout* »). Lorsque les procédures collectives résultent dans des réorganisations plutôt que des liquidations, ce problème existe dans la mesure où existe un risque de sous-utilisation des ressources si des créanciers récalcitrants empêchent la mise en œuvre d'un plan de réorganisation efficient¹³⁸.

108. Les coûts transactionnels dans une telle situation à haute tension sont simplement trop importants pour qu'une solution optimale puisse systématiquement émerger sans l'intervention d'un droit des entreprises en difficulté. En outre, il n'est tout simplement pas possible que les créanciers prévoient par avance dans le contrat de dette qui les lie dans un cas d'espèce au débiteur la manière dont ils entendent s'organiser pour régler les difficultés du débiteur en cas de difficultés. Face à l'imprévisibilité du monde réel, un tel contrat serait, en effet, nécessairement incomplet¹³⁹.
109. La *creditor's bargain theory* (« CBT »), développée dans les années 1980 aux États Unis par Thomas Jackson et Douglas Baird¹⁴⁰, part du constat de ces difficultés inhérentes pour essayer de déterminer les règles de droit susceptibles d'apporter une réponse satisfaisante au problème de

¹³⁸ Les premiers à identifier la tragédie des anti-communs dans le contexte des procédures collectives sont Douglas Baird et Robert Rasmussen, « Antibrupctcy », *Yale Law Journal* 119, n° 4 (2010): 648-99.

¹³⁹ V. l'article fondateur Hart et Moore, « Incomplete Contracts and Renegotiation »; Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy », 26: « In times of distress, the proper response for each party in these relationships turns on the specific characteristics of the entire constellation of interests. The best way to choose between and implement a reorganization, going-concern sale, or liquidation, will turn on the state of the market, the causes of distress, and the relationships that exist between the parties. The specific causes of distress will impact the willingness and ability of outsiders to provide new capital and of insiders to take a haircut or forbear on enforcing claims. The specific agreements and relationships that exist at the time of distress will affect their ability and incentives to coordinate behavior. And so on. If we imagine claimants bargaining ex ante, they will face an insurmountable challenge in any attempt to write contingent substantive rules for every distress situation. The same will be true of any attempt to write those rules into legislation ».

¹⁴⁰ V. Thomas H. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », *Yale Law Journal* 91, n° 5 (1982): 857-907; Douglas G Baird et Thomas H Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », *The University of Chicago Law Review* 51 (1984): 97 ; Thomas H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (Beard Books, 2001).

coordination des créanciers. Cette théorie est demeurée fondamentale à l'approche économique des procédures collectives.

110. Le point central de la CBT est que les limitations des droits des créanciers, c'est à dire leur incapacité à pouvoir exiger immédiatement le remboursement de leurs créances arrivant à maturité, sont justifiées uniquement à la condition qu'elles correspondent à ce qu'aurait été accepté dans une négociation hypothétique *ex ante* par les parties prenantes elles-mêmes, conscientes des dangers qui viennent d'être exposés¹⁴¹.
111. Pour que la CBT puisse servir de socle intellectuel au droit des entreprises en difficultés, c'est à dire pour qu'on puisse considérer que le droit des entreprises en difficulté correspond à ce que les parties prenantes elles-mêmes auraient accepté dans le cadre d'une négociation hypothétique *ex ante*, deux conditions doivent être remplies.

2.2.1. La nécessité du « voile d'ignorance »

112. Même si les auteurs qui se reconnaissent dans cette approche du droit des entreprises en difficulté ne l'admettent pas toujours¹⁴² (à l'opposé de certains auteurs de l'école « traditionnaliste », notamment, comme nous l'avons vu, Korobkin), il est fondamental que les parties prenantes soient derrière un « voile d'ignorance » pour qu'on puisse considérer que le droit des entreprises en difficulté doit correspondre à ce que les parties prenantes auraient accepté dans une négociation hypothétique *ex ante*. On vise ici à l'expérience de pensée utilisée par John Rawls pour fonder une théorie de justice procédurale. Il s'agit d'imaginer l'accord sur la distribution des ressources, droits et privilèges dans la société qui aurait été accepté par les parties prenantes lors d'une négociation hypothétique

¹⁴¹ V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 860: "a system designed to mirror the agreement one would expect the creditors to form among themselves were they able to negotiate such an agreement from an *ex ante* position"; Les créanciers accepteraient, pour utiliser l'image homérique, de se lier au mât dans leur propre intérêt. Pour un usage de cette image pour expliquer les limitations *ex ante* de la liberté d'action par des règles juridiques, v. Jon Elster, *Ulysses Unbound*, 2000.

¹⁴² V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 869: « There are at least two ways of fashioning the argument. The first is to assume that creditors already know their non-bankruptcy entitlements, and, possessing those entitlements, attempt to agree, consensually, to a collective proceeding. This is the descriptive approach of the text, although it is subject to some limitations...It would be equally possible to invoke the Rawlsian veil of ignorance...The ultimate resolution, however, seems the same using either approach ».

ex ante sans que ces négociateurs sachent quelles positions sociales ils vont occuper eux-mêmes dans la société¹⁴³.

113. Autrement dit, il ne convient pas de partir d'un cas particulier et d'imaginer l'issue de négociations hypothétiques, compte tenu des intérêts et pouvoirs de nuisance en présence dans le cas d'espèce, ces intérêts et pouvoirs de nuisances étant dus à la disparité des situations entre créanciers face à un même débiteur.
114. Plutôt, il faut imaginer une négociation entre des êtres rationnels qui ne connaissent pas leurs rôles respectifs dans un cas d'espèce précis. Par exemple, elles ignorent si elles vont se retrouver en position de créancier subordonné ou non, ou si elles ont prêté ou non aux côtés de prêteurs ayant des droits similaires à elles mais avec des créances beaucoup plus importantes et donc en situation de pouvoir davantage se faire entendre dans la procédure collective. Ces êtres rationnels sont ainsi obligés d'imaginer qu'ils pourraient occuper tout rôle juridiquement et économiquement imaginable (par exemple, celui d'un créancier muni de sûretés, d'un créancier chirographaire, etc.)¹⁴⁴.
115. A cette condition, ces êtres rationnels doivent internaliser le conflit entre les différents intérêts susceptibles de s'affronter lors d'une restructuration, sans avoir une préférence pour l'un ou l'autre (par exemple celui d'un créancier titulaire de sûretés ou non), dans la mesure où ils pourraient finalement assumer n'importe quel rôle dans la procédure collective dans un cas d'espèce. Dans d'autres contextes, il a été noté que les préférences stratégiques des agents qui négocient les règles de leur coopération future sont minimisées dans des situations de réversibilité des rôles ou de symétrie stochastique, c'est-à-dire lorsque les agents sont susceptibles d'assumer différents rôles (par exemple, tantôt acheteurs, tantôt vendeurs) pendant la coopération envisagée¹⁴⁵. La négociation hypothétique devrait donc aboutir à un résultat efficient, car tous les participants essaient

¹⁴³ V. Rawls, *A Theory of Justice. Revised Edition*, 118: « no one knows his place in society, his class position or social status; nor does he know his fortune in the distribution of natural assets and abilities, his intelligence and strength, and the like ».

¹⁴⁴ V. Robert K. Rasmussen, « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice », *U. Ill. L. Rev.*, n° 1 (1994): 12: « Use of the veil of ignorance is indeed a valuable approach to assessing bankruptcy law. Rather than artificially narrowing the inquiry solely to a particular firm in distress, or specific creditors of that firm, use of the veil of ignorance permits an examination of a bankruptcy regime's overall effects on the way in which the basic structure distributes society's primary goods ».

¹⁴⁵ Vincy Fon et Francesco Parisi, « Role-reversibility, stochastic ignorance, and social cooperation », *The Journal of Socio-Economics, Behavioral Dimensions of the Firm Special Issue*, 37, n° 3 (1 juin 2008): 1061-75.

d'identifier la meilleure manière de mettre en balance *les mêmes* intérêts, au lieu de défendre un intérêt particulier¹⁴⁶.

116. En revanche, le « voile de l'ignorance » n'empêche pas les participants à la négociation hypothétique *ex ante* de connaître les conditions durables du marché (par exemple, le fait que dans une économie développée, il existe désormais une multitude de créanciers aux droits différents), c'est-à-dire les caractéristiques générales des marchés réels dans lesquels le régime de procédures collectives qu'il s'agit de créer doit s'intégrer¹⁴⁷. Ce sont, comme nous allons le voir, ces conditions générales et les problèmes réels de coordination des parties prenantes qui s'y posent d'habitude qui justifient que le législateur intervienne pour imposer un cadre de négociation¹⁴⁸.
117. Dans ce sens, les règles des procédures collectives ne peuvent pas être figées à jamais et doivent évoluer avec les conditions réelles du marché¹⁴⁹. On comprend aisément pourquoi l'importation du droit américain des entreprises en difficulté dans certains pays de l'Europe de l'Est dans les années 1990 a été un échec, ces économies ne présentant pas les mêmes caractéristiques fondamentales et le même niveau de développement des marchés financiers que l'économie américaine¹⁵⁰.

¹⁴⁶ V. Rawls, *A Theory of Justice. Revised Edition*, 17: « For example, if a man knew that he was wealthy, he might find it rational to advance the principle that various taxes for welfare measures be counted unjust; if he knew that he was poor, he would most likely propose the contrary principle. To represent the desired restrictions one imagines a situation in which everyone is deprived of this sort of information. One excludes the knowledge of those contingencies which sets men at odds and allows them to be guided by their prejudices. In this manner the veil of ignorance is arrived at in a natural way ».

¹⁴⁷ V. pour la définition d'un voile épais, suivie d'une critique de ce deuxième aspect, Thomas Pogge, *John Rawls: His Life and Theory of Justice* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2007), 66: « the veil of ignorance deprives the parties not just of all particular knowledge about the individuals they represent. It also deprives them of any - even probabilistic - knowledge about the particular enduring conditions of their society ... This second deprivation is unnecessary for ensuring that the original position is fair ».

¹⁴⁸ Par analogie avec le lien de causalité identifié par les Prof. Gilson et Gordon s'agissant des structures de gouvernance, on peut dire que les contours des règles efficaces de procédures collectives dépendent des problèmes concrets auxquels elles entendent apporter une réponse et, en ce sens, dépendent de l'état réel du marché du financement et des problèmes de coordination qui lui sont propres. V. Ronald J. Gilson et Jeffrey N. Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism », *Columbia Law Review* 113, n° 4 (2013): 872 et suiv.: « Innovation in the capital markets determines the efficient structure of corporate governance; the manner in which risk is transferred and the corresponding governance structure that supports that transfer depend on capital market evolution ».

¹⁴⁹ V. critiquant une approche détachée des conditions réelles du marché, Paterson, « The Cost of Capital – the Normative Foundation of Corporate Law », 318: « Yet often this 'economic' analysis of the law seems to us curiously detached from the reality of the situations with which we are concerned ».

¹⁵⁰ V. Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, et Jean-Francois Richard, « Economic development, legality, and the transplant effect », *European Economic Review* 47, n° 1

2.2.2. *Les intérêts représentés dans les négociations hypothétiques*

118. La seconde condition nécessaire pour accepter la CBT tient à ce que l'on entend par « parties prenantes » à la négociation hypothétique. Il convient en effet de préciser quels sont les intérêts qui ont leur mot à dire dans la détermination du cadre juridique nécessaire à régler les problèmes de coordination. La position traditionnelle est de se limiter aux seuls intérêts des créanciers financiers, puisque ce sont essentiellement leurs droits qui se trouvent limités lors de l'ouverture d'une procédure collective¹⁵¹, mais une telle restriction ne nous semble pas justifiée.
119. Tout régime des procédures collectives crée des externalités, c'est-à-dire qu'il a des effets sur les parties prenantes du débiteur et sur l'économie en général. Pour ne prendre qu'un seul exemple, l'établissement de crédit qui prête à un débiteur en ayant un accès privilégié à l'information mais sans se préoccuper des fondamentaux financiers et opérationnels de l'entreprise, dès lors qu'il parvient à négocier une sûreté de très bonne qualité sur les actifs du débiteur, provoque des dommages certains aux autres prêteurs qui ne bénéficient pas de la même information et n'ont pas le pouvoir de négociation suffisant pour exiger une sûreté aussi efficace.
120. Dès lors, il semble légitime de prendre en compte les intérêts de tous ceux qui sont susceptibles d'être impactés au moment de définir le cadre juridique applicable¹⁵². Plus précisément, il s'agit de prendre en compte les intérêts de tous ceux qui ont fait des investissements relationnels spécifiques¹⁵³ dans l'entreprise, captés en cas de difficultés financières ou

(2003): 165-95; Daniel Berkowitz, Katharina Pistor, et Jean-Francois Richard, « The Transplant Effect », *The American Journal of Comparative Law* 51, n° 1 (1 janvier 2003): 163-204.

¹⁵¹ V. Jackson, « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain », 870 et suiv.; une conclusion analogue pourrait être justifiée en considérant que les procédures collectives ne sont que des modalités du contrat initial entre le débiteur et ses créanciers, v. Robert K. Rasmussen, « Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy », *Texas Law Review* 71 (1993 1992): 55-68.

¹⁵² Sur les considérations d'équité dans les restructurations, v. Sarah Paterson, « Debt Restructuring and Notions of Fairness », *Modern Law Review* 80 (13 juillet 2017): 600-623; Une telle considération est aussi exigée si l'on adopte une position habermassienne, selon laquelle une règle n'est justifiée que dans la mesure où tous ceux qu'elle affecte l'auraient accepté si un débat rationnel dans des conditions idéales pouvait avoir lieu, v. Jurgen Habermas, *Between Facts and Norms* (MIT Press, 1996), 107; V. expliquant pourquoi cette approche économique élargie est également conforme à la conception non utilitaire de la justice sociale telle qu'avancée par John Rawls, Rasmussen, « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice ».

¹⁵³ V. sur cette notion, qui englobe les employés de l'entreprise, Margaret M. Blair, « Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm », in *Employees and Corporate Governance*, éd. par Margaret M. Blair et Mark J. Roe (Brookings Institution Press, 1999).

économiques du débiteur¹⁵⁴. A cet égard, la théorie classique des parties prenantes de Mitchell, Agle et Wood pourrait permettre les intérêts à défendre et le degré de protection qui semble acceptable, en faisant des distinctions selon leurs pouvoirs respectifs, la légitimité perçue de leurs intérêts et l'urgence de la protection à offrir¹⁵⁵.

121. Dans la mesure où tous les participants à la négociation hypothétique s'imaginent dans le rôle de toutes les parties impactées, un régime ne serait choisi que si les intérêts de la partie la moins avantagée sont maximisés à long terme. Autrement dit, cette condition permettrait l'émergence d'un régime efficient et équitable. Certains auteurs y voient même un moyen de parvenir à un régime Pareto-optimal, dans la mesure où les parties prenantes s'imagineraient dans la position de la partie la plus faible et accepterait un régime uniquement s'il préserve suffisamment les intérêts de celle-ci¹⁵⁶. Néanmoins, pour les doutes exprimés plus haut (v. 26), il ne nous semble pas possible d'engager une défense d'un régime particulier sur le fondement d'une supposée Pareto-supériorité.
122. En dépit des craintes apparentes de certains auteurs¹⁵⁷, cela ne signifie pas que des distributions économiquement efficaces seraient empêchées dès lors que dans un cas concret, les intérêts à court terme d'une partie prenante seraient sacrifiés.
123. Il faut comprendre en effet que la CBT est un moyen de justification des règles des procédures collectives *in abstracto*¹⁵⁸. Or, lorsqu'ils négocient *ex ante* derrière le voile de l'ignorance, les parties s'imaginent dans tous les rôles possibles (créanciers, associés, employés, etc.). La question qu'ils doivent se poser, alors, est de savoir s'ils acceptent le risque que leurs intérêts à court terme soient sacrifiés (par exemple s'ils s'imaginent comme étant des employés d'une entreprise non viable et donc destinée à être liquidée) si ce risque est compensé par un gain à long terme profitant à

¹⁵⁴ V. en faveur d'une telle extension des intérêts pris en compte, Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy », 41.

¹⁵⁵ V. Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle, et Donna J. Wood, « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts », *The Academy of Management Review* 22, n° 4 (1997): 853-86.

¹⁵⁶ V. dans le contexte de la théorie de Rawls, Pogge, *John Rawls*, 49: « A top-level criterion of justice satisfying the anonymity and Pareto conditions will hold that one candidate social order is superior to another just in case there is some one-to-one mapping of individual well-being scores under the former into those under the latter such that, for all pairs, the first score is in at least one case higher and in no case lower than the second »; Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 24: « Justification for the proposed alternative enforcement system does exist if that alternative is Pareto superior to the existing collective enforcement system ».

¹⁵⁷ V. Rasmussen, « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice », 20.

¹⁵⁸ V. soulevant ce point, Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 24.

l'ensemble des parties prenantes (par exemple un meilleur accès au crédit pour les entreprises fragiles).

124. La réponse semble être positive si l'on accepte notre raisonnement sur la justification des objectifs légitimes d'un régime de procédures collectives. Il semble rationnel pour tous les participants de concevoir un régime qui favorise l'accès au financement des entreprises, la distribution efficace des ressources et la croissance économique à long terme, puisque toutes les parties prenantes en bénéficient.
125. En même temps, il semble rationnel pour tous les participants de concevoir qu'un tel régime puisse imposer des limites aux créanciers qui ont le meilleur accès à l'information et le meilleur pouvoir de négociation, afin de garantir que d'autres créanciers puissent également financer l'entreprise à des bonnes conditions¹⁵⁹.
126. En effet, poussé à l'extrême, l'argument selon lequel le cadre juridique général doit nécessairement maximiser les droits des créanciers financiers senior titulaires de sûretés, c'est-à-dire des établissements de crédit, aboutit à un régime où toute erreur d'appréciation de ces créanciers senior conduisant à une perte de valeur *in fine* serait préjudiciable uniquement aux créanciers juniors et non à ceux qui s'en rendent responsables. Certains créanciers senior, et en particulier les établissements de crédit, qui ont le plus facilement accès à l'information liée à l'état financier et opérationnel du débiteur, ne seraient pas alors suffisamment incités pour prendre des décisions bénéfiques pour toutes les parties prenantes¹⁶⁰.
127. Ce risque empêche le développement suffisant du marché obligataire¹⁶¹. Les entreprises à risque sont obligées alors de se limiter au seul

¹⁵⁹ V. notant que même aux Etats Unis, où les restructurations ne sont pas confidentielles, les créanciers senior peuvent abuser de leur situation dans le refinancement des entreprises en restructuration, B. Espen Eckbo, Kai Li, et Wei Wang, « Rent Extraction by Super-Priority Lenders », *Tuck School of Business Working Paper No. 3384389 (2019)*, 2019: « We present strong evidence of supra-competitive pricing of debtor-in-possession (DIP) loans to firms filing for Chapter 11 bankruptcy. Fully collateralized and with super-priority and strong covenants, DIP loans have near-zero default risk. Nonetheless, their spreads and fees exceed those of even junk-rated loans, adding billions to the borrowing costs of Chapter 11 firms ».

¹⁶⁰ V. sur les vertus d'une rétention du risque par ceux qui doivent prendre des décisions, Nassim Nicholas Taleb, *Skin in the Game: Hidden Asymmetries in Daily Life* (New York: Random House, 2018); Ingo Fender et Janet Mitchell, « Incentives and Tranche Retention in Securitisation: A Screening Model », *BIS Working Papers N° 289*, 2009; Saltuk Ozerturk, « Moral hazard, skin in the game regulation and CRA performance », *International Review of Economics & Finance* 52 (1 novembre 2017): 147-64.

¹⁶¹ V. Alain Pietrancosta et Sophie Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », *RTDF*, n° 1 (2010): 23.

financement bancaire¹⁶², ou à payer des importantes primes par rapport aux concurrents des juridictions favorisant le financement obligataire. Or, la recherche économique montre que l'accès des entreprises à des sources de financement diversifiées favorise leur croissance et augmente la résilience du système financier, ce dont les créanciers senior bénéficient aussi¹⁶³.

¹⁶² V. Bo Becker et Jens Josephson, « Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets », *The Review of Financial Studies* 29, n° 10 (1 octobre 2016): 2814-49: « our model predicts that safe firms will issue bonds (to avoid paying high interest rates required by banks), but higher risk firms, for which insolvency is more likely, issue bonds as long as bankruptcy is efficient. For less efficient bankruptcy regimes, however, risky firms are stuck with bank loans ».

¹⁶³ V. Financial Stability Board, « Corporate Funding Structures and Incentives », 2015; Soonwook Hong, « The Effect Of Debt Choice On Firm Value », *Journal of Applied Business Research (JABR)* 33, n° 1 (2017): 135-40.

3. Les restructurations préventives dans une perspective économique

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

129. En effet, ces procédures, qui peuvent conduire à une restructuration de la dette, du capital du débiteur et, le cas échéant, de son activité, ne sont qu'une alternative à la liquidation répondant aux mêmes objectifs et problématiques que celle-ci¹⁶⁴.

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

130. Comme le souligne Eidenmüller, ce qui caractérise les procédures collectives n'est pas l'insolvabilité effective du débiteur, mais bien le fait qu'elles répondent aux problèmes de coordination des créanciers¹⁶⁵.

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

132. C'est la raison pour laquelle les procédures préventives, qui tendent à s'imposer comme nouvelle norme internationale¹⁶⁶, sont des procédures collectives comme les autres. Quelle que soit leur forme, publique ou confidentielle, avec ou sans dessaisissement du débiteur, concernant tous les créanciers ou seulement certains d'entre eux, dès lors que les procédures envisagées apportent une réponse aux problèmes de coordination des créanciers, il ne s'agit que de variations sur le même thème. Il s'ensuit qu'elles ne sont justifiées qu'eu égard aux mêmes objectifs, c'est à dire de maximiser la valeur des actifs de l'entreprise dans

¹⁶⁴ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 210, qui parle des procédures de restructuration comme "debt-collection device".

¹⁶⁵ V. Horst Eidenmueller, « What Is An Insolvency Proceeding? », *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 335/2016*, 2017, 19: « What matters, therefore, is not the material insolvency of the debtor, but rather whether the proceeding attempts to solve a common pool problem of the creditors ».

¹⁶⁶ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 6 et suiv.; McCormack et Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws ».

l'intérêt de toutes les parties prenantes¹⁶⁷ et de favoriser une distribution efficiente des ressources dans l'économie¹⁶⁸.

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

3.2. Les spécificités des procédures préventives

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

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

135. Par hypothèse, les procédures préventives devraient être accessibles plus tôt que les procédures liquidatives classiques¹⁶⁹, mais uniquement lorsque le débiteur n'a pas de perspective réelle de pouvoir s'acquitter à terme de ses dettes, de sorte qu'aucun créancier n'a plus de raison légitime de vouloir retarder leur ouverture¹⁷⁰.
136. Toute procédure collective efficace doit pouvoir lier des créanciers dans certaines conditions. Or, il faut comprendre qu'une telle décision équivaut

¹⁶⁷ V. Jackson et Skeel, « Bankruptcy and Economic Recovery »: "Where bankruptcy proves its weight in gold is in the reorganization arena... If the assets are worth more together, they can be kept together".

¹⁶⁸ V. Jackson et Skeel, 476: "Modern bankruptcy law primarily exists to help reduce the frictions that otherwise would impede assets from moving to their highest-and-best use... Accomplishing a world in which bankruptcy maximized its contribution to economic growth and recovery would be aided by a clear understanding that one can only ask bankruptcy to do so much. If it is to allocate assets to their highest and best use, it probably should not be asked, as a matter of an independent policy, to save jobs as well".

¹⁶⁹ Notons que les procédures préventives devraient être accessibles à la demande du débiteur tout comme à la demande des créanciers, dès lors que leurs droits seraient mieux préservés s'ils ne devaient pas attendre l'insolvabilité formelle du débiteur.

¹⁷⁰ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 78.

à l'imposition forcée d'une certaine distribution de la valeur actuelle de l'entreprise au profit des parties prenantes. Ceci revient à provoquer un affaissement des potentialités futures, car l'on considère que les dettes arrivant à maturité à terme sont désormais exigibles et toutes les perspectives futures de l'entreprise du débiteur sont ramenées au présent¹⁷¹.

137. Or, tant que le débiteur a des perspectives de redressement sans qu'une procédure soit ouverte, tous les créanciers bénéficient d'une option économique sur cette éventualité favorable (par exemple, si le débiteur trouvait un nouveau client et signait un contrat avantageux). Dans cette perspective, l'ouverture d'une procédure collective aboutit à priver certains créanciers juniors de leur « chance de gagner ».
138. Il s'ensuit que l'ouverture d'une procédure préventive n'est acceptable pour les participants à la négociation hypothétique *ex ante* que dans l'hypothèse où l'insolvabilité du débiteur est tellement prévisible que ces créanciers juniors n'ont plus d'espoir suffisant¹⁷². En revanche, si de bonnes raisons de penser que l'insolvabilité n'est pas inévitable existent, en principe, un accord unanime des créanciers est requis pour apporter des modifications à leurs droits¹⁷³. Dans tous les cas, si une procédure est ouverte, la perte de chance subie par certains créanciers devrait être compensée.
139. En pratique, on comprend qu'il est difficile d'apprécier pleinement le moment à partir duquel l'insolvabilité du débiteur devient tellement « prévisible » qu'aucun débat ne serait plus possible, car les parties peuvent avoir des avis divergents, ne serait-ce que parce qu'elles n'ont pas toujours le même niveau d'informations. Dans les faits, il nous semble souhaitable de considérer qu'il est temps d'ouvrir une procédure de restructuration de la dette lorsqu'on observe que le dirigeant du débiteur, sous la contrainte de la situation d'endettement de la société, privilégie le court terme sur le long terme, autrement dit, lorsqu'il prend des décisions guidées par le souci de régler à court terme son problème d'endettement, au détriment de la pérennité à long terme de l'entreprise. C'est notamment le cas, par exemple, lorsque le dirigeant décide de vendre des actifs essentiels de l'entreprise à des prix dépréciés.

¹⁷¹ V. Nicolaes Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », *Insolvency Intelligence* 30, n° 5 (2017): "Decisive for the qualification as an insolvency procedure is whether a forced distribution of the available value takes place or can be procured. That is the intent and direct effect of collective debt enforcement".

¹⁷² V. Donald S. Bernstein et Douglas G Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », *Yale Law Journal* 115, n° 8 (2006): 1937.

¹⁷³ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 71-80.

3.2.2. Des mesures spécifiques

140. La plus grande spécificité des procédures préventives se trouve dans la nature des mesures qui peuvent être adoptées dans ce cadre. Il convient de les analyser sans perdre de vue que les procédures préventives ne sont justifiées que dans la mesure où elles servent au mieux les objectifs discutés dans la section 2.1.

3.2.2.1. Les remises et les rééchelonnements des dettes

141. Les deux mesures auxquelles l'on pense naturellement lorsqu'on pense aux procédures préventives sont les remises et les rééchelonnements des dettes¹⁷⁴. Or, aucune des deux n'est justifiée sans le consentement des créanciers concernés. La raison en est simple : les deux mesures sont susceptibles d'opérer un transfert des richesses des créanciers vers les associés¹⁷⁵.

142. En effet, ces derniers échappent ainsi à la contrainte de devoir cristalliser leurs pertes en acceptant leur dilution via une conversion des dettes en actions. Souvent, s'agissant des PME, ils peuvent même continuer de percevoir des rémunérations pour les fonctions exercées au sein de la société. Or, cela se fait au détriment des créanciers amenés à faire, quant à eux, des concessions, sauf à ce que ces concessions soient justement rémunérées par la société, sous la forme d'une hausse des taux d'intérêt et du règlement de commissions. En tout état de cause, les intérêts des créanciers sont ainsi lésés alors que les associés sont mis à l'abri.

3.2.2.2. La cession de l'entreprise aux tiers

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

3.2.2.2.1. La justification de la cession des entreprises aux tiers

144. Une telle cession en amont de l'insolvabilité devrait permettre un meilleur taux de satisfaction des créanciers, dans la mesure où l'entreprise n'a pas

¹⁷⁴ S'agissant du droit français, il faut noter, toutefois, que si en vertu de l'article L. 626-18 du Code de commerce, le tribunal peut imposer aux créanciers des délais uniformes de paiement, il ne peut que donner acte des remises de dettes consenties, sans pouvoir l'imposer. V. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 522.16 et n° 522.18.

¹⁷⁵ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 15.

encore trop subi les conséquences néfastes de la situation de détresse financière dans laquelle se trouve le débiteur¹⁷⁶.

145. La cession aux tiers, à la lumière d'une distribution subséquente de la valeur de l'entreprise en respectant la règle de priorité absolue, permet également d'éviter les guerres de valorisation entre des créanciers à intérêts opposés, dont la nature peut rendre la découverte d'un compromis stable impossible, même en l'absence de coûts de transaction importants¹⁷⁷. La négociation avec le repreneur potentiel est également facilitée si elle a lieu dans le cadre d'une procédure collective, puisque les actifs du débiteur sont assemblés à un seul endroit et le repreneur est certain d'acquérir un titre juridique valide et épuré de toute contestation subséquente possible, ce qui diminue l'incertitude qu'il doit supporter et augmente donc le prix d'acquisition.
146. La cession en amont aux tiers est également la moins intrusive solution du point de vue de la continuation de l'entreprise, dont seuls les propriétaires changent sans que l'activité elle-même, y compris les contrats courants et les contrats de travail, soit en principe affectée. De plus, le repreneur a la motivation nécessaire pour faire fructifier son investissement et est le plus susceptible de prendre des bonnes décisions pour l'entreprise par la suite. C'est notamment le cas si le tiers repreneur est un acteur économique du même secteur industriel, qui a les connaissances nécessaires pour bien diriger l'entreprise et assurer des synergies avec ses activités existantes.
147. Dès lors, la justification du point de vue des négociations hypothétiques *ex ante* d'un régime qui facilite la cession *going concern* aux tiers est immédiate, dans la mesure où la valeur récupérée par les créanciers à la suite d'une telle cession est par hypothèse plus importante que ce à quoi ils auraient eu droit en cas de liquidation, et où aucune autre partie prenante ne trouve sa position dégradée en conséquence¹⁷⁸.

¹⁷⁶ V. Philippe Aghion, Oliver Hart, et John Moore, « The Economics of Bankruptcy Reform », *Journal of Law, Economics, & Organization* 8, n° 3 (1992): 530: "... there can be a serious loss in value because of managerial distraction, incompetence, or negligence; forgone investment opportunities; or a drop-in demand (either because competitors behave more aggressively or because customers lose confidence). Also, suppliers may be unwilling to extend credit".

¹⁷⁷ V. Baird et Rasmussen, « Antibrupctcy », 690: « An 'empty core' exists when three or more parties cannot reach a stable agreement with each other because some other agreement always exists that at least one party prefers. »

¹⁷⁸ Notons à cet égard qu'une telle cession précoce à un tiers, qui est le moyen le plus efficace de traiter les difficultés du débiteur, nécessite que le marché puisse être informé de l'opportunité d'acheter l'entreprise en activité. A cet égard, des règles trop strictes de confidentialité, telles que celles imposées dans le cadre d'une procédure de conciliation en France, empêchent la recherche du meilleur repreneur et réduisent les candidats aux créanciers qui participent déjà à la négociation ou aux tiers que ceux-ci identifient eux-

148. Or, en l'état actuel du droit français une telle cession totale de l'entreprise en activité n'est pas possible. Les auteurs notent que là où les cessions partielles procèdent d'une logique de sauvegarde, la cession totale témoigne d'une philosophie liquidative et est donc prohibée dans les procédures à caractère non liquidatif¹⁷⁹. Une telle position se comprend difficilement à la lumière de ce qui vient d'être exposé, car la cession de l'entreprise à un tiers en amont de l'insolvabilité est en effet le scénario dans lequel l'existence des procédures préventives est le plus clairement justifiée. Certains auteurs notent même qu'aucune procédure n'est nécessaire lorsqu'un tiers peut être identifié facilement dans le marché libre¹⁸⁰. La transposition de la Directive Restructuration pourrait offrir la possibilité de corriger cette inefficience (v. par. 215).

3.2.2.2.2. *La nécessaire transparence de la cession aux tiers*

149. Pour qu'une telle cession aux tiers soit possible, il est nécessaire non pas seulement que le marché du financement soit suffisamment profond, mais aussi que les repreneurs potentiels soient à la fois bien informés. A cet égard, le marché français actuel semble souffrir d'une certaine inefficience, dont témoigne le fait que les repreneurs qui se présentent dans le cadre des reprises des entreprises soumises aux procédures de redressement ou liquidation sont très majoritairement français, les repreneurs étrangers ne représentant que 8% du total¹⁸¹. Cela pourrait témoigner de l'effet à la fois d'une certaine inefficience de la communication autour de l'information partagée avec le marché sur les débiteurs (les publications se font uniquement en français et dans des publications officielles françaises) et d'une certaine opacité de l'issue possible de la procédure aux yeux des acteurs étrangers (v. par. 444 et suiv.).
150. Le cas de la restructuration de American Safety Razor, étudié plus bas (v. 153), illustre un autre aspect du même problème : l'absence d'information adéquate des repreneurs potentiels crée les conditions pour que les dirigeants puissent, avec certains créanciers, favoriser leurs propres

mêmes. Nous reviendrons plus bas sur les leçons qu'il convient d'en tirer (v. par. 444 et suiv.)

¹⁷⁹ V. sur l'état du droit français actuel, Alain Lienhard, Procédures collectives 2019-2020, 8e éd. (Delmas, 2019), n° 81.11. V. pour une critique, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir ? », 20.

¹⁸⁰ V. Douglas Baird, « The Uneasy Case for Corporate Reorganizations », *Journal of Legal Studies* 15, n° 1 (1 janvier 1986): 136 et suiv.

¹⁸¹ V. KPMG, « Les reprises à la barre : un outil efficace pour la préservation de l'emploi », 2019, 15, <https://home.kpmg/fr/fr/home/media/press-releases/2019/06/reprises-a-la-barre-outil-efficace-pour-preservation-emploi.html>.

intérêts au profit de ceux des autres créanciers qui pourraient être mieux désintéressés si d'autres repreneurs se présentaient.

151. De plus, il faut compter avec un dernier possible conflit d'intérêts entre les créanciers senior et les créanciers junior. En effet, les premiers sont rationnellement satisfaits par toute cession qui permet de les désintéresser intégralement, leur intérêt économique étant fixe, alors que les créanciers junior sont intéressés à ce que le prix de cession soit aussi élevé que possible.
152. Dès lors, les créanciers senior ne sont pas forcément incités à dépenser les ressources nécessaires pour trouver le meilleur repreneur possible et pourraient utiliser la menace de soustraire immédiatement le financement de l'entreprise si la cession au premier repreneur potentiel capable de les désintéresser n'était pas approuvée. Il semble dès lors raisonnable, dans le cadre de la négociation hypothétique *ex ante*, que les parties prenantes aient envie de s'assurer, par des procédures appropriées, que la capacité de nuisance des créanciers à intérêts non alignés avec ceux de la masse serait réduite dans ce type de situations.
153. Un autre possible conflit d'intérêts pourrait également survenir entre certains créanciers et les dirigeants du débiteur, qui pourraient être incités à contrôler le récit public de la restructuration de manière à favoriser les offres de reprise qui les intéressent personnellement.
154. Le cas de la restructuration de American Safety Razor LLC illustre parfaitement ce danger, ainsi que le danger qui découle de tout mélange *d'objectif* à poursuivre dans le cadre d'une procédure collective¹⁸². ASR a rencontré de grandes difficultés financières lorsque son plus grand client, Walmart, a décidé de résilier un important contrat de distribution. Les créanciers se sont alors organisés et étaient en train de proposer un plan de refinancement de la dette de la société lorsque celle-ci a, contre toute attente, initié une procédure de *Chapter 11*, ses dirigeants proposant la cession de l'entreprise à certains créanciers. Ce plan a été rencontré avec hostilité par d'autres créanciers, dont les créances devaient être effacées en conséquence et semble avoir été notamment justifié par les engagements des repreneurs potentiels de maintenir les dirigeants en place après la reprise¹⁸³. La cour en charge du dossier était alors confrontée avec un problème difficile d'appréciation du plan soumis par les dirigeants, dans la mesure où ceux-ci le présentaient comme la seule alternative viable et insistaient sur la nécessité d'agir en toute urgence afin de sauvegarder

¹⁸² V. Jared A. Elias et Robert Stark, « Bankruptcy Hardball », *California Law Review* (à paraître) (19 janvier 2019): 46 et suiv., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3286081.

¹⁸³ V. les arguments échangés, In Re Am. Safety Razor Co., LLC, No. 10-12351 (Bankr. D. Del. July 28, 2010).

les quelques 1700 emplois de la société. Les dirigeants affirmaient ouvertement que tout délai imposé par la cour afin d'étudier les autres alternatives serait accordé au prix de ces emplois, car l'entreprise ne tarderait pas à arrêter toute activité¹⁸⁴. Lorsqu'ils ont été forcés de chercher des alternatives, les dirigeants se sont assurés que tous les repreneurs potentiels signaient des lettres de confidentialité les empêchant de relever la nature de leur offre. Or, l'un de ces repreneurs potentiels proposait un prix bien plus élevé que celui prévu dans le plan soumis par les dirigeants, mais ne prévoyait pas le maintien des dirigeants en place. Lorsque l'information du rejet de cette offre confidentielle est devenue publique, des créanciers ont immédiatement initié un contentieux agressif, en dépit des clauses de confidentialité et de standstill qui les liaient. Finalement, ces créanciers ont eu gain de cause et les plans des dirigeants ont été rejetés¹⁸⁵.

155. Néanmoins, ce résultat heureux paraît tributaire de circonstances fortuites, dans la mesure où il aurait pu être tout autre si l'information sur l'existence d'un repreneur mieux disant n'était pas devenue publique contrairement aux obligations de confidentialité qui pesaient sur les créanciers et les repreneurs potentiels. On pourrait en tirer un argument additionnel en faveur d'un relâchement des règles de confidentialité qui pèsent actuellement sur les procédures préventives françaises (v. 460 et suiv.)
156. Au moins trois aspects semblent en découler. D'abord, la décision d'approuver la cession ne peut pas être laissée aux seuls créanciers *senior*, mais devrait procéder d'un vote par classes de créanciers, comme toute décision portant sur la réorganisation de la structure capitalistique du débiteur. Ensuite, les procédures en question doivent permettre une publicité suffisante pour que les repreneurs potentiels soient au courant des opportunités et puissent participer aux enchères. Enfin, étant donné l'objectif de désintéressement des parties prenantes, l'offre la mieux disante devrait être systématiquement préférée, dans la mesure où elle permettrait un désintéressement immédiat de plus de classes de créanciers (notons que ce n'est pas le cas dans le droit français actuel, où le juge peut rejeter l'offre la mieux disante si une alternative lui paraît préférable pour d'autres raisons).
157. A l'égard de ce dernier enseignement, il semble souhaitable d'organiser les cessions par le biais de procédures d'enchères sous le contrôle du juge, en attribuant le contrôle de l'entreprise en activité au mieux-disant¹⁸⁶. Une

¹⁸⁴ V. In Re Am. Safety Razor Co., LLC, No. 10-12351 (Bankr. D. Del. July 28, 2010), 8.

¹⁸⁵ V. Transcript of Proceedings from 9/30/2010 at 94-95, In re Am. Safety Razor Co., LLC, et al., No. 10-12351, p. 37 – 41.

¹⁸⁶ V. pour une telle suggestion, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 17-18:

telle procédure permettrait à la fois d'augmenter le taux de recouvrement des créanciers, et d'attribuer le contrôle à celui qui est le plus financièrement incité à adopter une stratégie de restructuration créatrice de valeur économique¹⁸⁷.

158. Rien n'empêche de permettre aux anciens associés eux-mêmes de participer aux enchères portant sur leur entreprise, notamment s'agissant des PME. En effet, la participation des anciens associés, avec leurs visions et connaissances idiosyncratiques, est souvent essentielle pour le succès des petites entreprises post-restructuration. Ils devraient pouvoir bénéficier d'un véritable nouveau départ, dès lors qu'ils proposent le meilleur prix lors des enchères.

3.2.2.3. La cession de l'entreprise aux créanciers

159. La mesure emblématique des procédures de restructuration préventive est la possibilité d'une conversion de la dette en titres de capital, ce qui équivaut à une cession de l'entreprise aux créanciers¹⁸⁸.
160. Globalement, on pourrait considérer qu'une telle conversion semble acceptable, du point de vue des négociateurs hypothétiques *ex ante*, lorsque la cession immédiate et accélérée des actifs isolés ou de l'entreprise en activité à un tiers dans le cadre d'une procédure à caractère liquidatif imposerait une trop importante décote par rapport à la « juste valeur marchande » de l'entreprise¹⁸⁹.

« Dans un marché efficient, les enchères permettent de transférer le contrôle de l'entreprise au mieux-disant, participant ainsi à une réallocation efficiente des ressources de l'entreprise au profit de l'intérêt général. La recherche économique enseigne que le meilleur enrichisseur est alors incité financièrement (dès lors qu'il doit rentabiliser son investissement) à adopter la stratégie de restructuration la plus créatrice de valeur »; V. pour une discussion de différentes manières d'organiser de telles enchères, Vincent Buccola et Ashley C Keller, « Credit Bidding and the Design of Bankruptcy Auctions », *Geo. Mason L. Rev.* 18 (2010): 99.

¹⁸⁷ V. B. Espen Eckbo et Karin S. Thorburn, « Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden », *Journal of Applied Corporate Finance* 21, n° 3 (2009): 39; V. aussi pour une défense générale des mérites de l'auktion comme procédure d'allocation des ressources, Eric A. Posner et E. Glen Weyl, *Radical Markets: Uprooting Capitalism and Democracy for a Just Society* (Princeton: Princeton University Press, 2018).

¹⁸⁸ V. pour l'état du droit français, Francois-Xavier Lucas, « La conversion de créances en actions à l'occasion d'un plan de sauvegarde ou de redressement », in *Mél. en l'honneur du Pr H. Hovasse* (LexisNexis, 2016), 152; Francois-Xavier Lucas et Didier Porrachia, « L'expropriation de l'associé qui ne finance pas la restructuration de la société en redressement judiciaire », in *Études à la mémoire de P. Neau-Leduc, Le juriste dans la cité* (Lgdj, 2018), 629-55; Sarah Farhi, « La conversion de créances en titres de capital lors d'une procédure collective », *Rev. proc. coll.*, n° 1 (2019): 1.

¹⁸⁹ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 49 « In theory, the main reason for choosing a restructuring over a liquidation is that even if a sale is implemented through the

161. Notons au passage que ce que l'on entend par « juste valeur marchande » est le prix de l'entreprise si elle pouvait être cédée sur un marché hypothétique libre, ouvert et efficient¹⁹⁰, en prévoyant éventuellement une décote liée à l'illiquidité de l'entreprise ou de ses actifs dans le marché tel qu'il est réellement¹⁹¹.
162. Une décote importante existe notamment lorsque l'industrie sous-jacente connaît une dépression temporaire, ce qui signifie que les investisseurs industriels potentiels connaissent probablement eux-mêmes des difficultés¹⁹², et que les investisseurs financiers (non-industriels) sont en nombre trop limité, le marché du refinancement n'étant pas suffisamment profond¹⁹³.
163. C'est également le cas lorsque les actifs du débiteur sont illiquides à cause d'une forte asymétrie d'information sur le marché, de sorte qu'une cession à un prix acceptable nécessiterait une trop longue période de négociations,

instrument of a plan, the expected proceeds from a sale to a third party will be so far below the perceived value of the enterprise that the creditors prefer to take over the enterprise themselves".

¹⁹⁰ V. Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, et William J. Morrison, *Standards of Value: Theory and Applications*, 2^e éd. (Wiley - Blackwell, 2013), 75-76: "The requirements of fair market value may not always reflect what would happen in the open market... The notional market looks to identify a sale price without an actual sale... The notional market assumes: an arm's length transaction; economic rather than sentimental value, equally informed and uncompelled parties; equal financial strength and bargaining ability; a consistent market; and a free, open and unrestricted market environment. The real world does not always work in these terms, and that is often why there are discrepancies between fair market value and open market price".

¹⁹¹ V. Shannon P. Pratt, *Valuing a Business*, 5^e éd. (McGraw Hill Professional, 2007), 66: "... lack of marketability reduces the security's value as compared with a security that is identical in all respects but is otherwise marketable". V. aussi, Lucas, « La conversion de créances en actions à l'occasion d'un plan de sauvegarde ou de redressement »; Farhi, « La conversion de créances en titres de capital lors d'une procédure collective », 2: « Pour les créanciers, les délais du plan sont une contrainte qui diminue la valorisation de leur droit. Ne pas diminuer le montant de la créance convertie selon ce délai serait une rupture d'égalité des créanciers soumis à la discipline collective. Pour éviter une telle différenciation, la valeur de la créance convertie doit être réduite par un calcul du taux d'actualisation ».

¹⁹² V. Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach », *The Journal of Finance* 47, n° 4 (1992): 1344: "Unfortunately, most assets in the world are quite specialized and, therefore, are not redeployable [...] The principal reason for asset illiquidity-and the principal contribution of is the 'general equilibrium aspect of asset sales. When firms have trouble meeting debt payments and sell assets or are liquidated, the highest valuation potential buyers of these assets are likely to be other firms in the industry. But these firms are themselves likely to have trouble meeting their debt payments at the time assets are put up for sale".

¹⁹³ V. Mark J. Roe, « Three Ages of Bankruptcy », *Harv. Bus. L. Rev.* 7 (2017): 188.

qui n'est pas envisageable dans le contexte de l'espèce¹⁹⁴. En effet, l'accès privilégié des créanciers existants, par rapport aux tiers, aux informations concernant l'état opérationnel et financier du débiteur peut les conduire à considérer qu'un actif, ou une activité, vaut plus que ce qui est proposé par les tiers sur le marché. Ce problème d'asymétrie d'informations devrait pouvoir être dépassé si les créanciers et les tiers pouvaient négocier pendant une période suffisamment longue pour arriver à une appréciation partagée de la valeur. Des négociations longues seraient également nécessaires pour que les potentiels repreneurs arrivent à croire que la cession n'est pas motivée par la croyance des créanciers que l'état de l'entreprise cédée est en effet encore pire que ce qui apparaît¹⁹⁵. Or, l'urgence qui accompagne les cas où le débiteur nécessite une restructuration empêche souvent qu'une telle « découverte de prix » puisse véritablement avoir lieu.

164. Dans ces hypothèses, il semble rationnel pour les négociateurs hypothétiques *ex ante*, s'imaginant à la place des créanciers, d'accepter un système qui permet d'éviter les décotes de liquidation injustifiées en admettant que les créanciers puissent se porter eux-mêmes acquéreurs de l'entreprise par une conversion de leur dette en capital. C'est souhaitable, par exemple, lorsque l'accès privilégié des créanciers aux informations liées à l'état financier et opérationnel du débiteur leur permet de mieux évaluer les actifs ou la valeur de l'entreprise à long terme¹⁹⁶.
165. L'ouverture de la procédure permettrait, éventuellement, de neutraliser la capacité de nuisance souvent injustifiée des associés en place, qui ont tout perdu mais qui refuseraient de céder l'entreprise aux créanciers désireux

¹⁹⁴ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, par. 3.33: "The price realized in an expedited sale of the unmarketable object will be lower as a rule than the fair market value thus established, precisely because it is unmarketable. To sell an unmarketable object at a price level approaching its fair market value would, in principle, require an extended sale period and is sometimes not even possible".

¹⁹⁵ V. Douglas Baird, « Priority Matters », *University of Pennsylvania Law Review* 165 (2017): 790: « Buyers may therefore fear that the existing investors want to sell the firm because things are worse than they appear. The existing investors possess private information. Buyers of firms are like buyers of used cars. They are not willing to pay top dollar because of the risk that the firm is being sold only because the current owners know it is going to fail and want to rid themselves of a lemon ».

¹⁹⁶ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 214: "The underlying justification for a reorganization process, seen in terms of bankruptcy as a debt-collection device, must be that the assets are worth more to the claimants themselves than they would be to third parties"; Baird, « Priority Matters », 790: « By the time a distressed firm is sold, the investors have organized themselves. They have hired experts and spent time reviewing and assessing the quality of the managers and their plans for the business going forward. As a result, they may know much more about the value of the business than any potential buyer ».

de l'acheter, en essayant de réduire de manière indue leurs pertes par des stratégies d'extorsion par rapport aux autres créanciers¹⁹⁷.

166. D'un point de vue financier, la conversion de la dette en capital a des intérêts non négligeables. Elle permet d'assainir en profondeur les bilans de la société et de lui offrir ainsi la possibilité d'un véritable nouveau départ. La société a alors davantage loisir d'allouer ses flux de trésorerie disponibles aux investissements nécessaires, par exemple pour ne pas prendre un retard technologique ou pour profiter des opportunités de croissance externe¹⁹⁸.
167. Si ces conditions sont remplies, l'option d'une telle procédure préventive, proposée comme alternative aux procédures liquidatives, est justifiée par la CBT car rationnellement acceptable pour les négociateurs derrière le voile de l'ignorance.
168. Les bases théoriques des procédures préventives du point de vue de la CBT étant ainsi posées, nous allons analyser, dans la suite de cette étude, quelques éléments fondamentaux des procédures proposées par la Directive Restructuration. Il apparaît, à l'issue de notre étude, que la transposition de cet instrument européen est susceptible d'innover et d'améliorer sensiblement les procédures préventives françaises, mais qu'il s'agit fondamentalement d'un échec du point de vue de l'analyse économique. En tout état de cause, l'enjeu de la transposition pour la France est fondamental, car la Directive Restructuration lui offre l'opportunité de modifier profondément son droit des entreprises en difficulté, à condition de faire les bons choix lorsqu'une marge de flexibilité est laissée aux États membres.

¹⁹⁷ Nous reviendrons sur la justification d'une conversion forcée de la dette en capital imposée lorsque certains des créanciers eux-mêmes la refusent (v. partie III, section 4.4.1.2.)

¹⁹⁸ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 5.

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

169. La Directive Restructuration, dont le texte final a été voté par le Parlement européen le 28 mars 2019, s’inscrit dans un vaste mouvement international favorable aux restructurations préventives, en amont de la crise de liquidités du débiteur¹⁹⁹. C’est aussi l’occasion pour la Commission d’aboutir à une certaine harmonisation des procédures collectives au niveau européen sans toucher directement aux procédures d’insolvabilité traditionnelles, sujet politiquement sensible²⁰⁰. Incidemment, la directive est censée répondre aux craintes de certains États membres face aux *forum shopping* « vertueux » au profit de la place juridique et financière de Londres.
170. Finalement, il apparaît que les rédacteurs du texte de la Directive se sont efforcés de répondre à des pressions et objectifs trop divergents pour être cohérents. Les procédures préventives, telles qu’initialement envisagées, étaient largement inspirées par les restructurations du *Chapter 11* de deuxième génération, mais aussi des *Schemes of arrangements* britanniques, et se voulaient conformes aux enseignements de l’analyse économique du droit. La difficulté consistait à combiner ces deux sources d’inspiration, qui répondent elles-mêmes à des logiques différentes²⁰¹, aboutissant de ce fait à des procédures hybrides, voire « schizophrènes »²⁰². Ce qui en résulte est un texte peu cohérent et, pour cette raison, susceptible d’entraîner des dérives considérables, dans la mesure où des outils classiques de procédures collectives sont mis à la disposition de fins autres que celles d’un exercice coordonné des droits des créanciers dans leur intérêt commun²⁰³.

¹⁹⁹ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law ».

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

²⁰¹ V. Tollenaar, « The European Commission’s Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) ».

²⁰² V. Tollenaar, 76: “However, the Commission designed a procedure with a schizophrenic character that has fundamental architectural flaws”.

²⁰³ V. Stephan Madaus, « Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law », *European Business Organization Law Review* 19, n° 3 (4 juin 2018): 616-18: « The legislative frenzy has created “restructuring and insolvency law”, a legal area that lacks normative foundations with clear lines between insolvency proceedings and (debt) restructuring... Any solution that goes beyond the common pool requires an agreement between the debtor and (most of) his creditors (about future income). Such a solution is always a contractual solution and, consequently, any legal framework supporting the conclusion of such agreements (restructuring law)

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

1. Les deux modèles de procédures proposés par la Directive Restructuration

171. Avant de procéder à une analyse des mesures phares de la Directive Restructuration à la lumière de l'analyse économique du droit et des règles minimales justifiées par la CBT, il convient de souligner que le texte final propose, en effet, deux modèles formels et, plus profondément, deux types distincts de procédures collectives. La panoplie d'options offertes aux États membres, qui ne recouvre pas moins de 70 options de transpositions différentes²⁰⁴, devient vite cacophonique si l'on ne garde pas à l'esprit cet aspect fondamental.

1.1. Les modèles proposés par la Directive Restructuration

172. La procédure initialement proposée par la Commission, inspirée principalement du *Chapter 11* et des *Schemes of arrangements* anglaises, était une procédure unique, publique et assortie d'une suspension générale des poursuites pendant 4 mois.

173. Le deuxième modèle, admis très clairement au vu des modifications apportées surtout par le Conseil²⁰⁵, est largement inspiré des procédures préventives françaises, qu'il entend renforcer. Il peut prendre la forme de deux procédures consécutives²⁰⁶. Une première étape, amiable²⁰⁷, dénuée d'une large publicité²⁰⁸ et accessible bien en amont de l'insolvabilité²⁰⁹

²⁰⁴ Pour le nombre d'options, v. Horst Eidenmueller, « The Rise and Fall of Regulatory Competition in Corporate Insolvency Law in the European Union », *Oxford Legal Studies Research Paper No. 37/2019* European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 456/2019, 2019, 16.

²⁰⁵ V. notamment le nouveau considérant 13, rajouté par le Conseil en tant que Considérant 10b, qui admet clairement la possibilité de débiter le cadre de restructuration par une première phase amiable et confidentielle.

²⁰⁶ Article 4 (5) : « Le cadre de restructuration préventive prévu au titre de la présente directive peut consister en une ou plusieurs procédures, mesures ou dispositions, éventuellement dans un cadre extrajudiciaire, sans préjudice de tout autre cadre de restructuration prévu par le droit national ».

²⁰⁷ Notons qu'une telle possibilité signifie que le cadre de restructurations commencerait par une procédure non visée à l'Annexe A du règlement 2015/848, les juges n'étant donc pas soumis aux critères de compétence du COMI.»

²⁰⁸ Considérant 13 : « Elle ne change pas l'approche adoptée dans ledit règlement, qui consiste à laisser la possibilité aux États membres de maintenir ou d'introduire des procédures qui ne remplissent pas la condition de publicité prévue pour la notification en vertu de l'annexe A dudit règlement. »

²⁰⁹ Considérant 28 : « La période à prendre en considération aux fins de la détermination d'une telle menace peut être étendue à une période de plusieurs mois, ou même davantage, afin de tenir compte des cas où le débiteur rencontre des difficultés non financières qui menacent la continuité de ses activités et, à moyen terme, ses liquidités ». V. également C. Paulus, NZI Beilage 1/2017, 5-7, qui note que « probabilité d'insolvabilité », notion non

serait accompagnée d'une suspension individuelle des poursuites relativement longue, accordée nécessairement au cas par cas.

174. La deuxième étape ne serait qu'une procédure de clôture, nécessairement publique²¹⁰, ouverte uniquement s'il est envisagé d'imposer le plan aux créanciers récalcitrants et assortie, pendant cette période courte, d'une suspension générale des poursuites individuelles, que le gouvernement français entend garder mais qui subirait toutefois quelques réformes considérables²¹¹.
175. Entre ces deux modèles formels, les États membres devront choisir, le panachage des mesures structurelles étant limité par la nécessité de créer un régime cohérent.
176. Néanmoins, un large champ de flexibilité est laissé aux États membres quant à la nature même des procédures qu'ils entendent créer, indifféremment du modèle formel choisi. Il apparaît assez clairement, comme nous allons le voir, que la directive fût écrite à plusieurs mains et répond à des objectifs divergents : tantôt un traitement efficient des difficultés du débiteur dans l'intérêt de toutes les parties prenantes, tantôt la préservation de l'entreprise et des emplois coûte que coûte. Malheureusement, ce mélange de genres ne laisse pas entrevoir facilement une cohérence conceptuelle.
177. Il reste que les législateurs devront choisir entre ces deux approches incompatibles et se laisser guider par l'une ou par l'autre lorsque la directive leur laisse une marge de manœuvre. L'analyse prônée ici favorise la première approche guide la transposition, et ce même si le gouvernement français entend garder le modèle en deux étapes conciliation /SFA ou SA.

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

²¹⁰ Considérant 13 : « Même si la présente directive n'exige pas que les procédures relevant de son champ d'application satisfassent à toutes les conditions en matière de notification énoncées à ladite annexe, elle vise néanmoins à faciliter la reconnaissance transfrontière desdites procédures ainsi que la reconnaissance et l'exécution des jugements ». Or, pour qu'une telle reconnaissance soit automatiquement assurée, la phase de clôture de la restructuration doit être une procédure visée au Règlement 2015/848. Sur la possibilité de considérer que le COMI du débiteur a été transféré en France si la négociation de la restructuration dans le cadre d'une conciliation y a eu lieu avec ses principaux créanciers, v. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives ».

²¹¹ V. Tiret, « Retour sur les débats intervenus autour de la directive Insolvabilité au sein des institutions européennes ».

1.2. La possibilité d'une concurrence normative « vertueuse »

178. Dans un sens, la flexibilité dont disposent les législateurs nationaux est susceptible d'encourager une vertueuse *race to the top* normative²¹², notamment entre les États membres choisissant une transposition favorable à une reconnaissance facilitée de la compétence de leurs tribunaux.

1.2.1. *Le lent dépassement du traditionnel îlot de résistance à l'internationalisation*

179. Traditionnellement, le droit des procédures collectives était dominé par une approche territoriale, incompatible avec toute idée de concurrence normative²¹³. On y voyait même un « îlot de résistance » à toute forme d'internationalisation²¹⁴.

180. Le législateur n'envisageait explicitement que les cas des débiteurs dont le siège et les actifs se trouvent sur le même territoire national. Une décision d'ouverture d'une procédure collective ne produisait ses effets que si elle recevait un *exequatur*. Cela limitait les risques que les débiteurs fassent l'objet d'une procédure soumise à un droit autre que leur droit national. Par exemple, en France, les tribunaux n'acceptaient d'ouvrir des procédures à l'égard des sociétés étrangères que si elles exploitaient un établissement en France²¹⁵.

181. Une fois la compétence juridictionnelle établie, le juge ne devait qu'appliquer « naturellement » sa loi, en vertu de sa nature d'ordre public²¹⁶. La procédure ayant un caractère universel, tous les actifs du

²¹² V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 2: « Si elle ne manque pas d'inquiéter, cette compétition normative n'en comporte pas moins un aspect positif en ce, notamment, qu'elle peut aussi représenter un facteur d'accélération de la modernisation des droits nationaux des procédures collectives. L'effet peut être d'autant plus bénéfique en France, qu'à l'échelle mondiale, notre droit des procédures collectives continue, malgré les efforts notables accomplis ces dernières années en législation, d'être perçu comme relativement hostile aux prêteurs ».

²¹³ V. Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés », *RJSP*, n° 17 (2019): 6.

²¹⁴ V. Jacques Béguin, « Un îlot de résistance à l'internationalisation : le droit international des procédures collectives », in *L'internationalisation du droit. Mélanges Y. Loussouarn* (Daloz, 1994), 31-56.

²¹⁵ V. par ex. Cass. com. 11 avr. 1995, n° 92-20.032, affaire BCCI.

²¹⁶ V. Jean-Luc Vallens, « Insolvabilité », *Répertoire de droit européen*, Dalloz, 2018, n° 27 et suiv. ; H. Battifol et P. Lagarde, *Droit international privé*, t. 2, 7e éd., 1983, LGDJ, no 697.

débiteur étaient soumis alors à la *lex fori concursus*, y compris ceux affectés à titre de garantie et situés sur le territoire d'un État étranger²¹⁷.

182. Le développement d'une économie internationale intégrée, et notamment des marchés internationaux de capitaux, a changé la donne à cet égard. Désormais, il est tout à fait envisageable que des procédures puissent être ouvertes à l'égard du même débiteur dans plusieurs juridictions, ce qui risque d'entraîner une incertitude quant au traitement des différentes parties prenantes, et notamment de celles qui sont munies de sûretés réelles ancrée territorialement²¹⁸.
183. Le premier réflexe face à cette incertitude a été de tenter d'harmoniser autant que possible les différents régimes des procédures collectives et du traitement sûretés réelles en cas de difficulté financière du débiteur (car, au fond, les deux sont indissociables).
184. S'agissant du traitement des créanciers munis de sûretés, l'objectif principal de ces tentatives était de garantir plus de certitude en réservant des traitements analogues aux sûretés fonctionnellement similaires²¹⁹. Des efforts de réflexion importants ont été engagés sous l'égide de la CNUDCI, dès ses premières sessions²²⁰, dont sont issues plusieurs conventions internationales, notamment la Convention du Cap relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipements mobiles²²¹, ou encore la récente loi-modèle de la CNUDCI sur les sûretés mobilières²²².

²¹⁷ V. Cass. 1 civ., 19 nov. 2002, n° 00-22.334.

²¹⁸ V. Michel Menjucq, « L'efficacité des sûretés à l'épreuve des procédures transfrontalières », RPC, 2009, p. 19 ; Reinhard Dammann, « Le droit européen des faillites : sources d'incertitudes et d'opportunités pour les banques », Banque et Droit, 2005, p. 36.

²¹⁹ V. Neil Cohen, « Harmonizing the Law Governing Secured Credit: The Next Frontier », Texas International Law Journal, 1 janvier 1998, 173-88. V. aussi, European Bank for Reconstruction and Development, « Core Principles for a Secured Transaction Law », qui souligne l'importance de la création des sûretés sans dépossession, la clarification des priorités dont bénéficient les créanciers, la facilitation de l'exercice judiciaire des droits par les créanciers et l'information des tiers sur l'existence des sûretés affectant les actifs du débiteur.

²²⁰ V. A/7216 - Rapport de la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international sur les travaux de sa première session, par. 40-48

²²¹ V. CNUDCI, « Textes de la CNUDCI, de la Conférence de La Haye et d'UNIDROIT sur les sûretés. Comparaison et analyse des principaux éléments des instruments internationaux relatifs aux opérations garanties », 2012.

²²² V. Loi type de la CNUDCI sur les sûretés mobilières (2016) ; V. aussi pour une analyse du modèle proposé, Catherine Walsh, « A Transnational Consensus on Secured Transactions Law? The 2016 UNCITRAL Model Law », in Transnational Commercial and Consumer Law: Current Trends in International Business Law, éd. par Toshiyuki Kono, Mary Hiscock, et Arie Reich, Perspectives in Law, Business and Innovation (Singapore: Springer Singapore, 2018), 63-89.

Suivant une approche fonctionnelle, la loi type propose de soumettre au même traitement en cas de procédure collective toutes les sûretés conventionnellement établies, quelles qu'en soient les qualifications formelles²²³. Une voie différente a été suivie au sein de l'Union européenne²²⁴, où le législateur procède par des harmonisations ponctuelles. Il s'agit notamment de la directive 2002/47/CE, qui vise à assurer la liquidité des garanties financières²²⁵. S'agissant d'autres types de créanciers, aucune harmonisation ne semble encore envisagée au niveau européen²²⁶.

185. En l'absence de tout projet d'harmonisation du traitement des sûretés réelles envisageable sérieusement pour le moment, c'est vers la réforme des règles des procédures collectives que se sont tournés les législateurs pour assurer plus de prévisibilité aux créanciers. En effet, le traitement des difficultés financières des groupes internationaux soulève pourtant des problèmes spécifiques, que n'ont pas manqué à souligner très vite les commentateurs avisés²²⁷.

²²³ V. article 2 (ii) : « le terme « sûreté réelle mobilière » désigne (i) le droit réel sur un bien meuble constitué par convention en garantie du paiement ou d'une autre forme d'exécution d'une obligation, que les parties l'aient ou non désigné en tant que sûreté réelle mobilière, et quels que soient le type de bien, le statut du constituant ou du créancier garanti ou la nature de l'obligation garantie. »

²²⁴ V. pour une critique des efforts d'harmonisation européens, A. Veneziano, « European Secured Transactions Law at a Crossroad: The Pitfalls of a “piecemeal Approach” to Harmonisation », in *English and European Perspectives on Contract and Commercial Law: Essays in Honour of Hugh Beale* (OxfordHart Publishing, 2014), 405-16.

²²⁵ V. Louise Gullifer, « What Should We Do about Financial Collateral? », *Current Legal Problems* 65, no 1 (1 janvier 2012): 380: « It seems to me that the core attribute of financial collateral, which is not necessarily possessed by other forms of collateral, is (or should be) its liquidity ».

²²⁶ V., pour une analyse des propositions doctrinales récentes, soutenant que la prévisibilité quant à la loi applicable à l'opposabilité et au rang des sûretés réelles doit être l'objectif principal de toute réforme, même s'il doit être considéré conjointement avec un objectif d'adaptabilité du régime juridique, les conflits potentiels entre les deux étant tranchés au vu de la répartition des coûts en cas de manque de prévisibilité, Teemu Juutilainen, *Secured Credit in Europe: From Conflicts to Compatibility* (Oxford ; New York: Hart Publishing, 2018).

²²⁷ V. Rolin Albéric, *Des conflits de lois en matière de faillite*, vol. 14, *Recueil des cours* (Brill, 1926); J. A. Pastor Ridruejo, *La faillite en droit international privé* (Volume 133), vol. 133, *Recueil des cours* (Brill, 1971); Paul Volken, *L'harmonisation Du Droit International Privé de La Faillite* (Volume 230), vol. 230, *Recueil Des Cours* (Brill, 1991).

186. Cet effort d'harmonisation s'est notamment focalisé sur les règles de conflit de juridictions et de conflits de lois dans le domaine des procédures collectives, notamment au sein de l'Union européenne²²⁸.
187. En effet, jusqu'à la Directive Restructuration, il est apparu trop difficile pour le législateur européen d'assurer une harmonisation substantielle des règles des procédures collectives²²⁹, et ce en dépit d'appels dans ce sens de la part de beaucoup de praticiens²³⁰, ainsi que de la volonté politique des institutions européennes dans ce sens²³¹.
188. S'agissant, en revanche, des règles de conflit, un certain progrès a été possible. Après l'échec d'une convention relative aux procédures d'insolvabilité du 28 novembre 1995, le règlement n° 1346/2000 a apporté une première harmonisation des règles de conflit en la matière, avant d'être remplacé par le règlement 2015/848 (« Règlement Insolvabilité »)²³².
189. Le règlement permet dans une certaine mesure de diminuer les problèmes de coordination dans le traitement des procédures transfrontalières. Ainsi, pour pallier les dangers de conflit de compétence positifs, le règlement harmonise les critères de compétence pour l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. En vertu de son article 3, cette compétence appartient exclusivement aux juridictions de l'État membre sur le territoire duquel se trouve le « centre des intérêts principaux du débiteur » (COMI). Une fois la procédure principale ouverte, celle-ci couvre l'ensemble des actifs du

²²⁸ V. par ex. Jacques Lemontey, « Vers un droit européen de la faillite », *Travaux du Comité français de droit international privé* 32, no 1971 (1974): 11-35.

²²⁹ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 275: “undertaking this harmonization with respect to Member States’ ‘traditional’ insolvency regimes is sure to meet considerable political resistance. In particular, issues such as the governance of insolvency proceedings (including the role of the courts, insolvency administrators and the debtor), as well as the substantive ranking of claims are dealt with very differently across Member States, which reflects diverse regulatory traditions and contested value judgments.”

²³⁰ V. le rapport de l'Organisation Internationale des Procédures d'Insolvabilité et Restructuration (Insol) de 2010, qui recommande une harmonisation des règles de procédures collectives pour diminuer l'incitation des débiteurs de transporter leurs actifs et activités à la recherche des régimes favorables plutôt que des marchés optimaux pour leur activité : <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/searchPerform.do>.

²³¹ V. la résolution 2011/2006 du 15 novembre 2011, qui fait suite à la recommandation de l'Insol et incite la Commission à assurer une harmonisation des règles matérielles s'agissant de l'ouverture des procédures collectives, de la vérification des créances, des transactions frauduleuses avant l'ouverture d'une procédure, des plans de restructuration et du traitement des groupes transfrontaliers.

²³² Sur la longue genèse du Règlement Insolvabilité, v. Dammann et Sénéchal, *Le droit de l'insolvabilité internationale*, n° 16 et suiv.

débiteur, à quelques exceptions près²³³. Enfin, toutes les décisions relatives à l'ouverture, au déroulement et à la clôture de la procédure bénéficient d'une reconnaissance immédiate au sein de l'Union.

1.2.2. *La mise en concurrence des législations nationales européennes*

190. Au vu des évolutions citées, on pourrait se précipiter à conclure qu'aucune concurrence entre les droits matériels nationaux n'est possible en la matière. Ce serait un jugement fort erroné.
191. En effet, dès les premières affaires qu'ils ont eues à connaître, les tribunaux des États membres, et particulièrement anglais, ont adopté des interprétations libérales de la notion de COMI²³⁴. Aujourd'hui encore, alors que la Cour de justice a tâché à fixer des critères précis pour la définition du COMI²³⁵, la pratique du forum shopping « vertueux » n'est en rien empêchée.
192. En dépit de la mauvaise presse réservée historiquement à tout *forum shopping*, la doctrine contemporaine a une attitude beaucoup plus nuancée²³⁶, notant que le transfert du COMI avant l'ouverture d'une procédure collective n'est pas problématique s'il s'opère ouvertement, de concert avec les créanciers et vise à faciliter la gestion des difficultés du débiteur et de maximiser la valeur de recouvrement de ses créanciers²³⁷.
193. Les tribunaux eux-mêmes se sont montrés favorables à une telle approche. Il suffit de citer, à cet égard, les affaires PIN devant le tribunal de Cologne²³⁸ ou Eurotunnel devant le tribunal de Paris²³⁹. La *London High*

²³³ V. Dammann et Sénéchal, n° 509 et suiv. Sur le modèle d'universalité atténuée en cas d'ouverture d'une procédure secondaire, v. n° 922 et suiv.

²³⁴ V. Dammann et Sénéchal, n° 363 et suiv.

²³⁵ V. notamment, CJUE, grande chambre, 2 mai 2006, aff. C-341/04, Eurofood, ECLI: EU: C: 2006: 281; CJUE, 20 oct. 2011, aff. C-396/09, Interedil, ECLI: EU: C: 2011: 671.

²³⁶ V. Franco Ferrari, « Forum shopping: pour une définition ample dénuée de jugements de valeurs », Rev. crit. DIP janv.-mars (2016): 85; Horst Eidenmüller, « Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe », European Business Organization Law Review 6, no 3 (1 septembre 2005): 423-47.

²³⁷ V. Eidenmüller, « Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe », 428-29.

²³⁸ V. 73 IE 1/08, ZinsO 2008, p. 363, note F. Frind. Le juge allemand a accepté d'ouvrir une procédure d'insolvabilité à l'égard d'un groupe dont la holding de tête venait d'être transférée du Luxembourg à l'Allemagne prenant en compte que les créanciers en ont été dûment informés et qu'une concentration de la procédure en Allemagne devait faciliter la restructuration globale, sans aucune intention de frauder les créanciers.

²³⁹ V. Cass. com. 30 juin 2009, n° 08-11.902, n° 08-11.903, n° 08-11.905, n° 08-11.906, RPC 2009, comm. 147, Th. Mastrullo ; RPC 2009, étude 16, concl. R. Bonhomme ; R. Dammann et G. Podeur, D., 2006, 2329 ; le tribunal s'est notamment appuyé sur l'acceptation par les

Court est à cet égard-là plus explicite dans l'affaire *Codere*, où elle note que le *forum shopping* est entièrement justifié lorsqu'il s'agit d'atteindre le meilleur résultat possible pour les créanciers²⁴⁰.

1.2.3. La mise en concurrence des règles nationales par la Directive Restructuration

194. Comme nous l'avons souligné (v. par. 173 et suiv.), la Directive Restructuration, qui était voulue comme un premier pas vers une harmonisation des règles substantielles des procédures collectives à travers l'Union, offre une telle variété de transpositions possibles que les États membres peuvent très bien se retrouver en fin de compte avec des cadres de restructuration radicalement divergents. Or, les procédures préventives sont particulièrement propices pour un tel *forum shopping* « vertueux ».
195. La raison s'en trouve notamment dans la possibilité, précédemment mentionnée (v. 173), de débiter le cadre de restructuration par une procédure située en dehors de l'Annexe A du Règlement Insolvabilité et donc non soumise aux règles de détermination de compétence y contenues, mais aux règles de droit international privé national, généralement plus accueillantes. Le législateur européen en était pleinement conscient, qui a rajouté à la dernière version de la Directive Restructuration, à l'Article 6 (8), un garde-fou contre le *forum shopping* abusif, limitant à quatre mois la suspension des poursuites individuelles à quatre mois si le COMI du débiteur a été transféré dans l'État d'ouverture de la procédure dans les trois mois précédant l'introduction d'une demande d'ouverture.
196. Il apparaît clairement, dès lors, qu'une fois les transpositions de la Directive Restructuration réalisées, les débiteurs et leurs principaux

créanciers de négocier la dette à Paris et la nécessité de faciliter la restructuration de la dette.

²⁴⁰ V. *Re Codere Finance (UK) Ltd.* (2015) EWHC 3778 (Ch.): « In a sense, of course... what is sought to be achieved in the present case is *forum shopping*... In cases such as the present, however, what is being attempted is to achieve a position where resort can be had to the law of a particular jurisdiction, not in order to evade debts, but rather with a view to achieving the best possible outcome for creditors. If in those circumstances it is appropriate to speak of *forum shopping* at all, it must be on the basis that there can sometimes be good *forum shopping* ».

créanciers auront, alors, une sorte de « choix à la carte »²⁴¹ entre les différents modèles proposés par les législateurs nationaux²⁴².

197. C'est précisément dans cette possibilité que se trouve l'une des raisons pour lesquelles le couple français conciliation / SFA ou SA est favorisé par beaucoup de praticiens²⁴³. Il a ainsi été noté qu'un tribunal français pourrait très facilement reconnaître sa compétence pour ouvrir une procédure de conciliation, qui n'est pas visée par le Règlement Insolvabilité, selon les règles de droit international privé commun français, très libérales en la matière. Si un accord de conciliation est trouvé, son efficacité transfrontalière serait assurée par le biais de l'application des règles issues du Règlement Rome I, dans la mesure où un accord de conciliation a au fond une nature contractuelle. S'il s'avère nécessaire d'ouvrir une procédure de SA ou SFA, procédures visées par le Règlement Insolvabilité, le tribunal pourrait reconnaître sa compétence, dans la mesure où la renégociation de la dette dans un État membre entraînerait la migration du COMI du débiteur vers cet État²⁴⁴.
198. Encore faut-il, pour que la procédure amiable située en dehors du Règlement Insolvabilité soit ouverte, que le cadre des négociations offert par cette procédure soit jugé préférable à toute autre par le débiteur et ses principaux créanciers (v. 193).
199. Or, ces dernières années, la juridiction qui a le plus eu à gagner du *forum shopping* vertueux en matière de procédures collectives a sans aucun doute été le Royaume Uni²⁴⁵, dont les *schemes of arrangement* sont très souvent choisies de commun accord par les débiteurs et les créanciers comme cadre

²⁴¹ V. en faveur d'une approche d'un « choix à la carte » aux Etats Unis, Rasmussen, « Debtor's Choice »; V. aussi en faveur d'une concurrence normative européenne en matière de procédures collectives, Horst Eidenmüller, « Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe », *European Business Organization Law Review* 6, n° 3 (1 septembre 2005): 423-47.

²⁴² V. sur les opportunités offertes par la directive en matière de restructurations des groupes internationaux, Daoning Zhang, « Preventive Restructuring Frameworks: A Possible Solution for Financially Distressed Multinational Corporate Groups in the EU », *European Business Organization Law Review*, 7 janvier 2019.

²⁴³ V. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives ».

²⁴⁴ V. Reinhard Dammann et Marc Sénéchal, *Le droit de l'insolvabilité internationale* (Joly, 2018), n° 375 et suiv. Gilles Podeur, « Accords de conciliation et plans de sauvegarde. Les restructurations de dettes au confluent du contractuel et du judiciaire », *D.*, 2017, 1430.

²⁴⁵ V. Gerard McCormack, « Jurisdictional Competition and Forum Shopping in Insolvency Proceedings », *The Cambridge Law Journal* 68, n° 1 (2009): 169-97; Gerard McCormack, « Bankruptcy Forum Shopping: The UK and US as Venues of Choice for Foreign Companies », *International & Comparative Law Quarterly* 63, n° 4 (octobre 2014): 815-42.

des négociations de restructuration²⁴⁶. Les raisons en sont multiples. Aujourd'hui, la place de Londres offre un marché développé dans le domaine des restructurations, et notamment des juges considérés suffisamment sophistiqués pour gérer des dossiers multinationaux²⁴⁷. Surtout un rôle fondamental joue le fait que les créanciers perçoivent très largement le droit anglais comme le plus protecteur de leurs intérêts²⁴⁸. Il a même été observé que les protections offertes aux créanciers financiers en droit anglais nécessitent des interventions législatives régulières mais ponctuelles pour prendre en compte des considérations de nature distributive²⁴⁹.

200. La sortie imminente du Royaume Uni de l'Union européenne, qui remet en question l'efficacité transfrontalière future des jugements anglais en la matière²⁵⁰, incite certains législateurs à lancer une concurrence pour occuper la place de nouvelle capitale des restructurations financières²⁵¹.

²⁴⁶ La doctrine, comme la jurisprudence anglaise et européenne y sont favorables, v. Susan Block-Lieb, « Reaching to Restructure Across Borders (Without Over-Reaching), Even after Brexit », *American Bankruptcy L.J.* 92, n° 1 (2018); J. Payne, « Cross-Border Schemes of Arrangement and Forum Shopping », *European Business Organization Law Review* 14, n° 4 (2013).

²⁴⁷ V. Eidenmueller, « The Rise and Fall of Regulatory Competition in Corporate Insolvency Law in the European Union », 7.

²⁴⁸ V. justifiant ainsi l'accueil favorable des débiteurs étrangers par les juridictions anglaises, Re Codere Finance (UK) Ltd. (2015) EWHC 3778 (Ch.) : « In a sense, of course... what is sought to be achieved in the present case is forum shopping... In cases such as the present, however, what is being attempted is to achieve a position where resort can be had to the law of a particular jurisdiction, not in order to evade debts, but rather with a view to achieving the best possible outcome for creditors. If in those circumstances it is appropriate to speak of forum shopping at all, it must be on the basis that there can sometimes be good forum shopping ».

²⁴⁹ V. généralement, Sarah Paterson, « Finding our way: secured transactions and corporate bankruptcy law and policy in America and England », *Journal of Corporate Law Studies* 18 (8 mars 2018): 12.

²⁵⁰ V. Block-Lieb, « Reaching to Restructure Across Borders (Without Over-Reaching), Even after Brexit »; Chris Umfreville et al., « Recognition of UK Insolvency Proceedings Post-Brexit: The Impact of a 'No Deal' Scenario », *International Insolvency Review* 27, n° 3 (2018): 422-44; A. Walters, « The Impact of Brexit on Judicial Cooperation in Cross-Border Insolvency and Restructuring in the European Union », *Orizzonti Del Diritto Commerciale* 2018 (décembre 2018); V. toutefois pour une analyse concluant que le Brexit n'aura pas un impact significatif sur la place financière de Londres, Wolf-Georg Ringe, « The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market », *European Business Organization Law Review* 19, n° 1 (1 mars 2018): 1-34.

²⁵¹ Il s'agit d'un aspect important, admis par le Prof. M. Veder lors d'une conférence sur la Directive Restructuration organisée par l'Institut Royal de Jurisprudence et Législation espagnol à Madrid le 30 mai 2019. Le Prof. Veder a souligné lors de la conférence que si la réforme des procédures préventives initiée par le gouvernement néerlandais en 2012 ne visait pas aux débuts de rendre les Pays Bas plus attractifs pour les restructurations transfrontalières, la donne a changé depuis le Brexit.

Pour ce, il faut convaincre les créanciers de la valeur de leurs procédures collectives et des protections qui leur sont accordées²⁵².

201. A cet égard, l'on peut espérer un allègement de certaines inquiétudes exprimées quant au projet initial de la Directive Restructuration par ceux qui craignaient une harmonisation sous-optimale empêchant les législateurs nationaux de fonctionner comme des laboratoires du droit²⁵³, et ce même si les mêmes auteurs expriment toujours leurs inquiétudes à la lecture du dernier texte de la directive²⁵⁴.
202. Enfin, le fait qu'il n'y ait pas d'harmonisation complète des procédures préventives par le biais de la Directive Restructuration permet d'espérer que, indifféremment des enjeux concurrentiels précités, les États membres seront en mesure d'adapter le cadre de restructuration aux conditions réelles de leurs marchés. Comme nous l'avons noté précédemment, l'efficacité économique du droit des entreprises en difficultés dépend des conditions économiques et des caractéristiques des marchés financiers de chaque pays, ainsi que de la sophistication des institutions et des acteurs appelés à participer aux restructurations des entreprises viables²⁵⁵. A cet égard, une harmonisation trop importante semble contre-productive étant donnée la grande disparité entre les économies des États membres.
203. Il reste que la Directive Restructuration induira quelques harmonisations autour d'un socle commun. Ainsi que nous allons le voir, ces éléments fondamentaux ne répondent pas toujours aux attentes de l'analyse économique du droit, telle que synthétiquement présentée par la CBT.

²⁵² Sur cette course, v. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives »; Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ».

²⁵³ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime ».

²⁵⁴ V. Eidenmüller, « The Rise and Fall of Regulatory Competition in Corporate Insolvency Law in the European Union », 16: « At the same time, it is clear that the ERD will bring about some harmonisation. It will, to a non-trivial degree, reduce Member States' room to experiment with innovative and potentially radical new types of restructuring procedures. The ERD is a Procrustean bed that rules out radical innovations with respect to corporate restructuring regimes. In the future, for example, efficient regimes will not only be digital ones—these regimes will probably also, to a significant degree, be automated and assisted by artificial intelligence. This is impossible with the ERD as the relevant governing platform ».

²⁵⁵ V. Berkowitz, Pistor, et Richard, « Economic development, legality, and the transplant effect »; Berkowitz, Pistor, et Richard, « The Transplant Effect ».

2. Les objectifs multiples du législateur européen

2.1. La poursuite concomitante de différents objectifs

204. A la lumière de ce qui vient d'être exposé, il semble que le premier et, à bien des égards le principal, défaut qui rend la transposition de la Directive Restructuration potentiellement problématique est le fait que l'on y trouve un certain mélange d'objectifs et confusion de genres.

2.1.1. *Un élargissement graduel des objectifs du législateur européen*

205. Cet aspect n'est pas tout à fait surprenant si l'on prend en considération que l'une des raisons majeures de l'absence d'harmonisation des procédures collectives à l'échelle européenne semble être le fait qu'elles traduisent traditionnellement dans tous les ordres nationaux des soucis bien plus larges que ceux de l'efficacité économique, ayant attiré surtout aux règles « distributives »²⁵⁶.

206. Des études comparatives font état d'un environnement fort hétérogène²⁵⁷, dans la mesure où chaque législateur décide si et comment il entend favoriser *ex ante* certains intérêts par le biais de priorités ou privilèges particuliers, une décision politique importante reflétant les hiérarchies et les poids relatifs des différents groupes de parties prenantes dans chaque juridiction²⁵⁸. C'est notamment le cas lorsque les régimes de sécurité sociale ou d'accompagnement des travailleurs dans la recherche de l'emploi ne sont pas efficaces, les procédures collectives étant alors une manière d'éviter le problème de l'accompagnement social tout court²⁵⁹.

207. S'agissant plus spécifiquement des efforts d'harmonisation du droit des procédures collectives au niveau européen, un changement de paradigme

²⁵⁶ V. pour une approche comparative et historique, Federico M. Mucciarelli, « Not Just Efficiency: Insolvency Law in the EU and Its Political Dimension », *European Business Organization Law Review* 14, n° 2 (1 juin 2013): 175-200, <https://doi.org/10.1017/S1566752912001127>.

²⁵⁷ V. pour une analyse comparative des objectifs des différents législateurs, Jay L. Westbrook et al., *A Global View of Business Insolvency Systems* (Washington, D.C. : Leiden ; Boston: Martinus Nijhoff, 2009), 188.

²⁵⁸ V. José Garrido, « No Two Snowflakes the Same: The Distributional Question in International Bankruptcies », *Texas International Law Journal* 46 (2011): 459: « It is well known that differences in priority regimes correspond to diverse distributional decisions taken by states, and represent one of the most important roadblocks in the way of international cooperation in insolvency ».

²⁵⁹ V. John L. Campbell, « The US Financial Crisis: Lessons for Theories of Institutional Complementarity », *Socio-Economic Review* 9, n° 2 (1 avril 2011): 211.

graduel en faveur d'une « culture de la réhabilitation »²⁶⁰ a été noté dans l'approche européenne des procédures collectives, vers une prise en compte d'objectifs plus larges et une volonté de favoriser la réhabilitation²⁶¹.

208. Par exemple, alors que le règlement 1346/2000 ne fait aucune référence aux parties prenantes, société civile ou employés, le Règlement Insolvabilité vise déjà dans son considérant 72 la protection des emplois parmi les objectifs d'une coordination efficiente des procédures²⁶². Plus parlant encore, le législateur européen fait entrer dans le champ d'application du Règlement Insolvabilité non seulement des procédures à caractère liquidatif (comme c'était le cas du règlement 1346/2000), mais également des procédures qui « prévoient la restructuration d'un débiteur à un stade où il n'existe qu'une probabilité d'insolvabilité, et aux procédures qui laissent au débiteur le contrôle total ou partiel de ses actifs et de ses affaires »²⁶³.
209. En 2013, l'Institut de Droit Européen a initié un projet dédié spécifiquement à l'étude des moyens de réhabiliter les entreprises en difficulté (le projet « Rescue of Business in Insolvency Law »), dont le rapport final a servi en grande partie d'inspiration pour le législateur européen dans la rédaction de la Directive Restructuration. Or, le rapport met explicitement l'accent sur la préservation des emplois, la réduction de l'impact des crises financières et la protection de certains secteurs d'activité comme étant des objectifs propres légitimes pour les procédures préventives²⁶⁴.
210. C'était également le sens de la recommandation de 2014 de la Commission sur les procédures collectives et de réhabilitation, qui notait qu'une restructuration préventive est justifiée dans la mesure où elle permettrait de maximiser la valeur de l'entreprise « au profit des créanciers, employés, propriétaires et de l'économie dans son ensemble » et que cela « contribue

²⁶⁰ V. David Burdette, « Why Rescue? », in *Turnaround Management and Bankruptcy*, éd. par Jan Adriaanse et Jean-Pierre van der Rest, 2017, 211.

²⁶¹ V. sur ce mouvement, Boon, « Harmonising European Insolvency Law ».

²⁶² V. considérant 72 du Règlement Insolvabilité: « Aux fins de la protection des travailleurs et des emplois, les effets de la procédure d'insolvabilité sur la poursuite ou la cessation des relations de travail et sur les droits et les obligations de chaque partie à ces relations devraient être déterminés par la loi applicable au contrat de travail concerné en vertu des règles générales de conflit de lois ».

²⁶³ V. considérant 10 du Règlement Insolvabilité.

²⁶⁴ V. Gert-Jan Boon, « Toward a European Business Rescue Culture », in *Turnaround Management and Bankruptcy*, éd. par Stephan Madaus et Jean-Pierre van der Rest, 2017, 238.

à préserver des emplois tout en étant bénéfique à l'économie en général »²⁶⁵.

2.1.2. Les objectifs affichés de la Directive Restructuration

211. Il n'est dès lors pas surprenant que le texte initialement proposé par la Commission manifestait déjà un certain biais en faveur de la sauvegarde des entreprises, même si était affirmé l'objectif de favoriser uniquement la poursuite de l'activité des entreprises viables²⁶⁶. En effet, la directive jette les bases de véritables procédures collectives, mais justifie l'interférence avec les droits des créanciers non pas seulement par la nécessité de coordonner leurs actions pour répondre aux tragédies des communs et des anticommons, mais aussi par la nécessité de mettre en balance les intérêts des créanciers avec des considérations d'« intérêt général », c'est-à-dire la préservation des entreprises et des emplois coûte que coûte²⁶⁷. La Directive paraît donc être la traduction de l'idée qu'une restructuration est toujours préférable économiquement à une liquidation.
212. Par exemple, le projet initial ne prévoyait pas la possibilité que le plan de restructuration puisse aboutir à une cession de l'entreprise en activité à un tiers, ce qui contredit frontalement les conclusions de l'analyse économique exposée (v. par. 143 et suiv.)²⁶⁸. Depuis la lecture du Conseil, une telle possibilité est prévue, mais seulement comme une option pour les droits nationaux (Article 2(1)), ce qui témoigne encore une fois que les différents rédacteurs de la directive ne comprenaient pas de la même manière l'instrument qu'ils étaient en train de créer. Comme nous l'avons déjà noté, la transposition devrait être l'occasion de rendre le droit français plus efficient à cet égard (v. par. 148).

²⁶⁵ V. recommandation de la Commission du 12 mars 2014, n° 2014/135/UE, considérants 1 et 12.

²⁶⁶ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 4-5.

²⁶⁷ Danish Technological Institute (DTI) et al., « Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law », 2016, 59: "This sub-option [the possibility to interfere when only a likelihood of insolvency exists] does not have negative impacts on fundamental rights, as most Member States have now recognized that the need to safeguard the rights of creditors must be balanced against the general interest of saving companies and jobs, and for this reason some interference with (dissenting) creditors' rights in order to make restructuring effective is justified. The social impacts of such procedures should be positive, as one of the main objectives of early restructuring procedures is to save jobs by saving the companies which employ them".

²⁶⁸ V. pour une critique du projet initial, Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 19: « the second design flaw of the Commission's "preventive restructuring framework" is its complete neglect of going concern sales as an efficient instrument to accomplish a value-preserving restructuring... This is very unfortunate »;

213. D'autres modifications introduites par le Conseil et le Parlement renforcent le biais favorable aux restructurations coûte que coûte, dans l'objectif quasi-exclusif d'un sauvetage à court terme du débiteur et des emplois afférents²⁶⁹. Par exemple, le considérant 2 énonce que « ces cadres devraient aider à prévenir les suppressions d'emplois et les pertes de savoir)faire et de compétences, et optimiser la valeur totale pour les créanciers ... ainsi que pour les propriétaires et l'économie dans son ensemble », et le considérant 3 énonce qu'un « pourcentage significatif d'entreprises et d'emplois pourraient être sauvés si des cadres préventifs existaient dans tous les États membres dans lesquels ces entreprises disposent d'un lieu d'établissement, d'actifs ou de créanciers. Dans les cadres de restructuration, les droits de toutes les parties concernées, y compris les droits des travailleurs, devraient être protégés d'une manière équilibrée ».
214. Le texte final fait désormais références à la protection des droits et intérêts des travailleurs comme objectif à part. Notons, comme nous l'avons déjà vu (v. par. 118 et suiv.), que la prise en compte des intérêts de toutes les parties prenantes affectées est tout à fait conforme à l'approche économique prônée dans la présente étude. Seulement, les dernières modifications apportées au texte ne visent pas seulement à traiter les employés comme tout autre créancier²⁷⁰, ce qui est parfaitement admissible, mais prévoit également des protections particulières de ces intérêts. Par exemple, depuis la lecture du Conseil, une validation judiciaire du plan est obligatoire lorsqu'il entraîne la perte de plus de 25% de la main d'œuvre²⁷¹, et ce y compris, paraît-il, si les travailleurs affectés ont été consultés en tant que classe de créanciers séparée²⁷² ou si leurs créances sont intégralement préservées en vertu du *best interest of creditors test*.
215. Une certaine confusion des objectifs ressort encore du fait que l'objectif économiquement raisonnable d'une liquidation expresse des entreprises non viables est affirmé dans deux considérants²⁷³, sans être repris dans le

²⁶⁹ De ce point de vue, le projet final de la Directive semble se rapprocher plus des enseignements de l'école « progressiste » américaine que de ceux de l'école « économique », v. Warren, « Bankruptcy Policy »; Korobkin, « Rehabilitating Values ».

²⁷⁰ V. dans ce sens, considérant 43 : « Les créanciers affectés par un plan de restructuration, y compris les travailleurs ... devraient avoir le droit de voter pour ou contre l'adoption dudit plan... » ; article 2(1)(2) : « « parties affectées » : les créanciers, y compris, si le droit national le prévoit, les travailleurs ... » (nous mettons en évidence le texte rajouté dans la dernière version).

²⁷¹ V. Article 10 (1)(c)

²⁷² V. Article 9 (4) et Article 13(2)

²⁷³ Considérant 2 du projet initial, devenu considérant 3 de la version finale : « Dans le même temps, les entreprises non viables, n'ayant aucune perspective de survie, devraient être liquidées le plus rapidement possible » ; et considérant 39, devenu considérant 85 : « Il est

corps normatif de la directive. Or, l'abondance du langage favorable aux restructurations à tout prix risque de faire perdre de vue aux juges les objectifs d'une procédure économiquement efficiente²⁷⁴. Eu égard au coût politique à court-terme d'une liquidation, il est fort à parier que les juges trouveront dans ces objectifs confus les éléments de justification suffisante pour maintenir en activité des entreprises inefficaces. Les études empiriques dans ce sens, notamment en France, l'indiquent clairement²⁷⁵.

216. Or, les objectifs économiquement justifiés des procédures collectives, liquidatives comme préventives, sont la facilitation de l'accès au financement *ex ante* et la distribution efficace de la valeur économique *ex post*. Dans les deux cas, une prise en compte de tous les intérêts en présence conduit à privilégier des procédures qui permettent de maintenir en activité uniquement les entreprises qui présentent une plus-value de restructuration, et de liquider efficacement les autres. Toutes les parties prenantes en bénéficient à long terme²⁷⁶.

2.2. Est-ce qu'un test de viabilité de l'entreprise est nécessaire pour accéder aux procédures préventives ?

217. A la lumière de ce qui vient d'être exposé, l'on comprend les craintes de certains auteurs que la Directive Restructuration pourrait offrir un refuge aux entreprises défaillantes, contribuant à une augmentation du coût du financement *ex ante*²⁷⁷.

nécessaire de préserver et d'accroître la transparence et la prévisibilité des procédures pour atteindre des résultats favorables à la préservation de l'activité ... ou des résultats qui permettent une liquidation efficace des entreprises non viables ».

²⁷⁴ Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5: « Under the approach of the Commission a measure or action may be permissible even when it prejudices the interests of the creditors as a group, if it promotes other interests which are deemed to carry greater weight than the interests of the creditors ».

²⁷⁵ V. notant la sensibilité des juges consulaires français au maintien de l'emploi, Jean-Daniel Guigou et al., « Entreprises en difficultés : l'arbitrage des tribunaux entre maintien de l'emploi et apurement du passif », *Economie et Statistique* 443, n° 1 (2011): 51-75.

²⁷⁶ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 4: « The conclusion from the foregoing is that the European Commission set itself the wrong goal. The goal should not have been to design a "preventive" procedure that provides the debtor with an instrument to avoid an insolvency procedure. The goal should have been to design an efficient insolvency procedure that offers the creditors an instrument to enforce their rights in a manner that is more efficient and flexible than is currently possible with the existing insolvency procedures... This would both further access to credit by improving creditors' enforcement rights and, at the same time, facilitate business rescue in cases where that is appropriate" ».

²⁷⁷ V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 17.

218. Ce risque est probablement amoindri par le fait que la procédure peut aboutir sur une conversion de la dette en capital et une éjection des anciens associés (v. par. 309 et suiv., par. 329 et suiv.). On pourrait alors considérer que les débiteurs ne sont pas particulièrement incités à tester à quel point le juge leur est favorable. C'est pour cette raison, par exemple, qu'un choix délibéré a été fait par le législateur américain de ne pas prévoir de test d'entrée dans la procédure de Chapter 11²⁷⁸.
219. Ceci justifie également que le projet initial de la Commission prévoyait uniquement que les plans de restructuration devaient contenir « un avis ou une déclaration motivée... expliquant pourquoi l'entreprise est viable » (Article (8)(1)(g)), sans qu'il soit possible de contester cet avis.
220. Ces arguments sont parfaitement audibles, mais ils ne sont pas applicables aux PME²⁷⁹. En effet, tout plan imposé par une application forcée interclasse, c'est-à-dire malgré l'opposition d'une classe de parties prenantes, exige l'accord du débiteur²⁸⁰. Si une option est offerte (fort heureusement) aux législateurs pour ne pas prévoir la nécessité d'un tel accord du débiteur, la dérogation ne s'applique pas aux PME²⁸¹. Dès lors, les associés des PME n'ont pas à craindre une éviction de la société s'ils devaient être traités comme une classe de créanciers. La situation est encore plus favorable aux associés des PME s'ils ne sont pas traités en tant que classe particulière. Dans ce cas s'ajoute l'option prévue à l'article 12(3) de moduler « la définition d'empêcher ou de créer un obstacle de façon déraisonnable » pour prendre en compte, par exemple la nature de la société et de l'actionnariat.
221. Il s'agit d'un choix curieux de la part du législateur européen. Malgré l'insistance de la Directive sur la nécessité de faciliter le financement des PME, les procédures préventives proposées ne sont pas adaptées à leur cas.

²⁷⁸ V. Elizabeth Warren, *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, 3rd ed. edition (New York, NY: Aspen Publishers, 2008), 24.

²⁷⁹ Notons que la Directive Restructuration n'offre aucune définition des PME, cette notion étant entendue au sens qui en est donné par le droit national (article 2(2)), mais incite les législateurs nationaux, dans son considérant 18, à prendre en compte la directive 2013/34/UE ou la recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micros, petites et moyennes entreprises. Eu égard à ce qui sera exposé plus bas, il nous semble souhaitable de restreindre autant que possible cette définition en droit français, dans la mesure où la Directive Restructuration impose quelques harmonisations sous-optimales s'agissant des procédures préventives proposées appliquées aux PME.

²⁸⁰ V. article 11(1) : « Les États membres veillent à ce qu'un plan de restructuration qui n'est pas approuvé par les parties affectées conformément à l'article 9, paragraphe 6, dans chaque classe autorisée à voter puisse être validé par une autorité judiciaire ou administrative *sur proposition d'un débiteur, ou avec l'accord du débiteur*, et être imposé aux classes dissidentes... »

²⁸¹ V. Article 11(1), par. 2 : « Par dérogation au premier alinéa, les États membres peuvent limiter l'obligation d'obtenir l'accord du débiteur aux cas où les débiteurs sont des PME ».

En effet, les créanciers des PME font très rarement face à des problèmes de coordination qui justifieraient qu'une telle procédure formelle, forcément très coûteuse à cause de la nécessité de procéder à des valorisations *going concern*, soit déclenchée²⁸².

222. Le fait que l'accès des PME à ces procédures soit autant encouragé par la directive (notamment en diminuant autant que possible ses coûts)²⁸³, couplé avec le fait que les associés n'ont pas grand-chose à craindre à les initier, indique une volonté de sauvetage de ces entreprises, que ce soit économiquement justifié ou non. Or, c'est ignorer que le coût de financement des PME ne peut qu'augmenter si les créanciers doivent craindre une ouverture de procédures non justifiée, assortie d'une suspension de poursuites pouvant aller jusqu'à 12 mois. En effet, en l'absence d'informations précises et crédibles sur les projets et l'état financier des PME, les créanciers reposent dans leur analyse des risques davantage sur la prévisibilité de leur traitement en cas de défaut du débiteur²⁸⁴.
223. A cet égard, une évolution salutaire du texte final de la directive doit être notée. Depuis la lecture du Conseil, le texte prévoit désormais que « les États membres peuvent maintenir ou introduire un test de viabilité dans le cadre du droit national, à condition que ce test ait pour objet d'exclure les débiteurs qui n'ont pas de perspective de viabilité » (Article 4(3)).
224. Le fait qu'il s'agisse d'une option de transposition là où il faudrait prévoir une obligation témoigne de la pluralité des objectifs du texte. Il n'en reste pas moins qu'il semble fondamental de prévoir un tel test dans la transposition en France, et ce notamment si le modèle conciliation / SFA ou SA est préservé²⁸⁵. Cela permettrait d'éviter que des ressources soient captées inutilement et sans aucune justification dans des entreprises qui n'ont aucune perspective d'avenir et dont le maintien en vie répond à des

²⁸² Un aspect clairement assumé par le Professeur Ignacio Tirado lors de la conférence sur la Directive Restructuration tenue à Madrid le 30 mai 2019.

²⁸³ V. considérant 17 : « Une approche plus cohérente à l'échelle de l'Union devrait être bénéfique pour les entreprises et, en particulier, pour les PME, qui représentent 99 % du tissu entrepreneurial de l'Union... Les PME, en particulier celles en difficulté financière, n'ont souvent pas les ressources nécessaires pour faire face aux coûts élevés d'une restructuration et pour tirer parti des procédures de restructuration plus efficaces de certains États membres. Afin d'aider ces débiteurs à se restructurer à bas coût, des listes de contrôle détaillées portant sur les plans de restructuration, adaptées aux besoins et spécificités des PME, devraient être élaborées au niveau national et mises en ligne. »

²⁸⁴ Sur les problèmes spécifiques posés par le financement des PME, v. Louise Gullifer et Ignacio Tirado, « A Global Tug of War: A Topography of Micro-Business Financing », *Law and Contemporary Problems* 81, n° 1 (4 mai 2018): 114-15.

²⁸⁵ Notons que ce test ne devrait pas se réduire à la seule constatation d'une absence de cessation de paiements formelle, car des entreprises peuvent être non viables sans être formellement insolvables.

préoccupations court-termistes au détriment de la croissance économique à long terme.



3. Des améliorations sensibles du régime de suspensions de poursuites

225. La Directive Restructuration prévoit un régime de suspensions de poursuites individuelles, c'est-à-dire des moratoires (soit généraux, soit accordés au cas par cas), en apparence compliqué, issu de longs et difficiles débats²⁸⁶. Il s'agit d'un élément essentiel des procédures collectives, susceptible d'améliorer sensiblement le régime actuel français.

3.1. La justification économique de la suspension des poursuites

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

227. En effet, par hypothèse, une action coordonnée permettrait de maximiser la valeur des actifs du débiteur au profit de tous les créanciers et d'assurer une distribution efficiente de la valeur si une liquidation s'avérait nécessaire²⁸⁷.

228. Les procédures collectives ayant précisément pour but de répondre à ces problèmes en favorisant la stabilisation des actifs du débiteur, il est généralement affirmé qu'il s'agit là de l'un de leurs éléments essentiels²⁸⁸. Pour les auteurs du *Chapter 11* américain, il s'agit d'un outil fondamental mettant le débiteur à l'abri de tout harcèlement indu²⁸⁹.

²⁸⁶ Les pays nordiques, qui envisagent les procédures préventives comme un moyen de soulager la charge des crédits non performants (plus de 90 jours non payés), insistent sur une durée de suspension de moins de 3 mois. De l'autre côté, les pays latins, surtout la France, qui envisagent les procédures comme un moyen de sauver des entreprises coûte que coûte, insistent sur la nécessité de suspensions très longues. Le compromis final prévoit une suspension de 4 mois, prolongée jusqu'à 12 mois si nécessaire et justifié.

²⁸⁷ V. Baird et Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy ».

²⁸⁸ V. Oscar Couwenberg et Stephen J. Lubben, « Essential Corporate Bankruptcy Law », *European Business Organization Law Review* 16, n° 1 (1 mars 2015): 49.

²⁸⁹ V. S. Rep. No. 95-589: "The automatic stay is one of the fundamental debtor protections provided by the bankruptcy laws. It gives the debtor a breathing spell from his creditors. It stops all collection efforts, all harassment, and all foreclosure actions. It permits the debtor to attempt a repayment or reorganization plan, or simply to be relieved of the financial pressures that drove him into bankruptcy". Notons à cet égard que l'une des critiques fondamentales adressées aux *Scheme of Arrangement* anglaises est de ne pas prévoir de suspension de poursuites individuelles. Néanmoins, cette absence apparente semble largement compensée par la possibilité de demander de la part des juges d'octroyer

229. Il convient noter, néanmoins, que la suspension des poursuites n'est justifiée que strictement dans la mesure où elle répond au problème de coordination destructif de valeur et ne doit pas répondre à des objectifs adjacents²⁹⁰.
230. En effet, la menace de poursuite individuelle immédiate est un levier important de pression et de contrôle dans les relations entre les créanciers et le débiteur²⁹¹. Afin d'obtenir des accords de *stand-still*, le débiteur doit les convaincre de sa bonne foi et des chances de réussite de la restructuration envisagée. Lorsque les créanciers n'en sont pas convaincus, c'est un bon signe que le débiteur n'est pas viable et il ne faut pas tarder avec sa liquidation.
231. Ce dernier élément est encore plus pertinent au vu des développements récents des marchés financiers, qui diminuent les risques de problèmes de coordination entre les créanciers. Deux tendances doivent être signalés à cet égard. D'une part, lorsque les marchés secondaires de la dette décotée sont développés et liquides, les créanciers impatientes peuvent céder leurs créances à des acteurs plus intéressés à extraire la plus-value de restructuration. D'autre part, la syndication des prêts, c'est-à-dire l'hypothèse dans laquelle les établissements de crédit financent à plusieurs le même projet, permet une diminution du nombre d'interlocuteurs, dans la mesure où l'un des établissements assume généralement le rôle de *leader* au sein d'un syndicat. Il en ressort, là où ces deux tendances se manifestent, que la coordination des créanciers n'est pas aussi difficile que cela pouvait être le cas il y a quelques décennies²⁹².
232. Pourtant, dans certains cas, il peut arriver que les intérêts de certains créanciers individuels ne soient pas alignés avec ceux de l'ensemble des parties prenantes (c'est par exemple le cas des créanciers bénéficiant de « *credit default swaps* », ou CDS)²⁹³. Dans ces cas, les créanciers pourraient

des injonctions individuelles à cet effet, v. par exemple *In Re Telewest Communications Plc (2004) EWHC 924 (Ch)*.

²⁹⁰ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 196: « A stay, if conceived properly, should not harm, but should instead aim to serve, the joint creditors' interests... A statutory stay is not a structural solution and must not be regarded or used as such. It is only a temporary measure to facilitate the realization of a structural solution" ».

²⁹¹ V. Vincent S. J. Buccola, « Bankruptcy's Cathedral: Property Rules, Liability Rules, and Distress », SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY: Social Science Research Network, 16 mars 2019).

²⁹² V., en tirant un argument pour dire qu'une suspension des poursuites n'est même plus nécessaire dans les restructurations importantes, un argument que nous ne pouvons pas suivre entièrement, Baird et Rasmussen, « Antbankruptcy », 681 et suiv.; Buccola, « Bankruptcy's Cathedral », 16; Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », 711.

²⁹³ Pour prendre un seul exemple, c'est le cas des créanciers bénéficiant de CDS, qui pourraient avoir intérêt à provoquer un événement de défaut, v. Baird et Rasmussen,

être incités à agir contre le débiteur même si un surplus de restructuration existe. Une possibilité d'accorder une suspension des poursuites doit donc exister.

233. Pour répondre à ces deux soucis, il faut simplement que le pouvoir de contrôle des créanciers par le biais d'une menace crédible d'un exercice immédiat de leurs droits ne puisse être neutralisé qu'au cas par cas, sa neutralisation générale n'est pas toujours justifiée. De plus, il semble souhaitable qu'elle ne soit pas plus longue que nécessaire pour atteindre ces objectifs. Certains économistes insistent, par exemple, qu'une durée maximale de quatre mois devrait être largement suffisante pour tous les besoins de restructuration²⁹⁴.
234. Si le plan ne peut pas être voté parce que les parties prenantes ne croient pas à la viabilité de l'entreprise, elles doivent pouvoir assurer leur propre liquidité sans plus être forcés d'offrir ce qui équivaut à un prêt en vertu de la loi²⁹⁵.

3.2. Les insuffisances du régime français de suspension de poursuites actuel

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

« Antikruptcy », 681: « When a lender purchases a credit default swap, however, it retains the control rights that accompany the loan. The protection seller now bears the economic risks of the loan, but rights under the credit agreement remain lodged in the protection buyer. If a waiver of an event of default is needed, the holder of the loan is free to vote as it sees fit. But now its economic interest has changed ». V. aussi à ce sujet, "Proposals for a Restructuring Moratorium—A Consultation. Response of City of London Law Society Insolvency Law Committee", The City of London Law Society 2010, p 2.

²⁹⁴ V. Aghion, Hart, et Moore, « The Economics of Bankruptcy Reform », 79.

²⁹⁵ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 196.

sur renvoi de l'article L. 611-7 du Code de commerce²⁹⁶. Or, une telle durée apparaît excessive. Elle opère, au fonds, un transfert de richesse important au profit des associés, alors même qu'on attend que le débiteur soit restructuré dans un délai inférieur à cette période. Par ailleurs, cette mesure a des effets très coûteux pour les établissements de crédit, dans la mesure où leur créance devient ainsi quasi-automatiquement non-performante et exige la constitution de provisions²⁹⁷. Cette possibilité est d'autant plus critiquable que la décision accordant un délai de grâce n'est pas susceptible d'appel²⁹⁸.

238. Le fait que ces délais de grâce soient en pratique très rarement accordés n'empêche pas que l'article 1343-5 du Code civil soit une menace redoutable au profit du débiteur, qui change les dynamiques de négociation. Cette simple menace peut contraindre les créanciers à faire des concessions sans que de telles concessions soient justifiées compte tenu de l'état de non-viabilité du débiteur ou au regard de l'ordre d'absorption des pertes, dans la mesure où l'associé peut en être en fin de comptes le principal bénéficiaire.

3.3. Les options offertes par la Directive Restructuration

239. La transposition de la Directive Restructuration offre l'occasion de corriger le système. Selon le modèle de transposition préféré, l'article 6 de la directive offre aux États membres le choix entre une suspension générale et automatique (premier modèle) ou une suspension accordée au cas par cas (deuxième modèle).
240. Bien entendu, la directive n'empêche pas qu'une suspension générale soit prévue dans le cadre de procédures amiables, mais, comme précédemment indiqué, tout espoir de cohérence serait perdu si la lecture du texte de la directive n'était pas faite avec la distinction entre les deux types de procédures à l'esprit. Très probablement, la transposition française consistera à garder autant que possible le couple conciliation / sauvegarde, ce qui signifie qu'une suspension générale n'est tout simplement pas envisageable, car elle supposerait une large publicité, ce que la Commission européenne note dans le point 11 de sa recommandation de 2014.

²⁹⁶ V. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 142.12.

²⁹⁷ Règlement 2018/0060 (COD) modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne la couverture minimale des pertes sur les expositions non performantes, Article 1.

²⁹⁸ Douai, 27 mars 2007, BICC 2007, n° 1889 ; JCP E 2008. 1433, note Lebel ; RTD com. 2008. 413, obs. Macorig-Venier ; Rev. proc. coll. 2008, n° 104, obs. Delattre ; V. aussi Aix-en-Provence, 2 févr. 2012, RTD com. 2013. 333, obs. Macorig-Venier ; LEDEN oct. 2012, p. 2, obs. Staes. V. contra, Rennes, 2 avr. 2013, Bull. Joly Entrep. diff. 2013. 214, note Hart de Keating.

241. Le texte final offre quelques précisions qui rendent le régime de suspension de poursuites plus conforme à l'analyse qui vient d'être exposée.
242. Premièrement, il peut être prévu qu'une suspension ne soit pas accordée lorsqu'elle « n'est pas nécessaire ou lorsqu'elle ne remplirait pas l'objectif » consistant à « permettre le bon déroulement des négociations relatives à un plan de restructuration » (Article 6(1)). Il s'agit d'une précision importante, dans la mesure où elle permet d'éviter des suspensions inutiles, mais tout dépend de la façon dont les objectifs des procédures seront compris par les juges²⁹⁹. On ne peut qu'espérer que les objectifs suggérés par l'analyse économique finiront par l'emporter en pratique, en dépit du langage confus du législateur européen.
243. Une deuxième précision salutaire figure à l'article 6(9), qui indique que les autorités judiciaires doivent pouvoir lever la suspension des poursuites lorsqu'elle ne remplit plus ses objectifs, par exemple parce que la majorité nécessaire pour l'adoption du plan ne va pas émerger. Une option à deux branches est également laissée aux législateurs nationaux, pour prévoir que la suspension devra être levée « si un ou plusieurs créanciers ou une ou plusieurs classes de créanciers subit ou subirait un préjudice excessif du fait d'une suspension » ou si « si la suspension entraîne l'insolvabilité d'un créancier ».
244. Notons, enfin, qu'une suspension accordée au cas par cas ne peut pas être opposée aux créanciers qui n'ont pas été informés des négociations en cours (Article 6(3)). Cette précision vise clairement les procédures qui débutent par une phase amiable. La règle est, alors, pleinement justifiée : dans la mesure où un créancier n'a pas été invité à négocier, il ne s'agit pas d'un créancier important et le débiteur devrait être en mesure de le payer. Une suspension à son égard n'est jamais justifiée par les besoins de la restructuration.

²⁹⁹ V. s'agissant des délais de grâce accordés en procédure de conciliation, Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 142.12: « Ces délais de grâce nous semblent devoir s'inscrire strictement dans la finalité qu'ils poursuivent: permettre l'obtention de l'accord de conciliation... C'est pourquoi, il faut décider, qu'ils prennent fin en cas d'échec de l'accord de conciliation et de fin de la mission du conciliateur, l'opinion étant partagée par certains, mais pas par d'autres ».

4. Une attribution du pouvoir décisionnel aux créanciers

245. L'analyse économique des procédures collectives, telle qu'accomplie à travers l'approche fonctionnelle de la CBT, exige que le pouvoir décisionnel soit dévolu autant que possible aux parties prenantes dont les incitations sont telles que l'on puisse espérer une décision efficiente d'un point de vue substantiel (et non seulement procédural). La Directive Restructuration ne répond que partiellement à cette exigence.

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

246. L'objectif économique fondamental des procédures collectives est de sauvegarder les entreprises viables. Il est dès lors raisonnable pour les parties prenantes de s'accorder pour donner le pouvoir décisionnel à ceux qui sont les plus susceptibles de prendre les bonnes décisions à cet égard. Dans une approche économique et épistémologique, il s'agit de ceux dont les intérêts offrent la meilleure approximation des intérêts plus larges de l'ensemble des parties prenantes³⁰⁰.

4.1.1. *Les conflits d'intérêts à l'approche de l'insolvabilité*

247. Lorsque la société est *in bonis*, les intérêts des associés sont la meilleure approximation des intérêts de toutes les parties prenantes, dans la mesure où ils sont les porteurs des risques résiduels de l'entreprise³⁰¹. Toute perte et tout gains supplémentaires ont une répercussion immédiate sur leurs intérêts, dans la mesure où ils récupèrent toute la plus-value en cas de liquidation de la société une fois les créanciers payés. Ils sont donc plus à même d'exercer efficacement les pouvoirs de décision et de contrôle, car ils sont incités à le faire³⁰².

248. La situation est toute différente en cas de difficultés financières. Dans la mesure où les associés n'ont plus rien à perdre, ils sont susceptibles de

³⁰⁰ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 8-9. Il s'agit donc d'identifier les personnes dont les intérêts sont les plus alignés avec les intérêts de l'ensemble des parties prenantes, même si cet alignement n'est pas parfait.

³⁰¹ V. Oliver Williamson, « On the Governance of the Modern Corporation », *Hofstra Law Review* 8, n° 1 (1979): 63-78; David Millon, « Theories of the Corporation », *Duke Law Journal* 39, n° 2 (1990): 235.

³⁰² V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 8: « Ils sont donc ceux qui valorisent le plus les droits politiques ou les droits de contrôle exerçables au sein de la société: si ces droits étaient mis aux enchères, la rationalité économique voudrait qu'ils en soient les meilleurs enchérisseurs ».

prendre des risques injustifiés, ce qui induit des aléas moraux aboutissant à une diminution de la valeur de l'entreprise³⁰³.

249. Les associés pourraient ainsi poursuivre des stratégies de dilution d'actifs, par leur transfert dans des patrimoines isolés et non visés par toute procédure collective prévisible. Même en présence des covenants contractuels, la pratique récente montre que les dirigeants, ensemble avec les associés, peuvent exploiter les ambiguïtés du langage contractuel pour s'autoriser certains usages diluants des actifs compris dans l'assiette des sûretés conventionnelles (v. sur ce point par. 5.3.1.1 et suiv.).
250. Un autre risque est celui d'une potentielle substitution des actifs stables par des actifs plus risqués, la volatilité qui en découle étant favorable aux créanciers résiduels qui captent tout potentiel bénéfique dépassant les obligations de dette de l'entreprise. Cette propension vers des investissements plus risqués a été largement étudiée sous l'angle de la théorie des conflits d'agence³⁰⁴. Des études empiriques récentes semblent indiquer que le risque de tels investissements risqués sont encore plus importants en l'absence de covenants permettant aux créanciers importants d'exercer un contrôle efficace sur le comportement du débiteur³⁰⁵ (ce qui est significatif à l'égard de la discussion sur la protection des créanciers, v. 410).
251. Enfin, les associés pourraient être incités à endetter davantage l'entreprise, à des conditions plus avantageuses pour les nouveaux créanciers, dans l'espoir de dégager un profit à terme. Le résultat du nouvel endettement serait, alors, une dilution des créanciers initiaux, si les droits de ceux-ci ne portent pas sur des actifs particuliers mais sur le patrimoine du débiteur en général (notamment s'agissant des créanciers chirographaires)³⁰⁶.

³⁰³ V. Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2^e édition (Oxford ; New York: Oxford University Press, 2009), 116.

³⁰⁴ V. par ex., Katherine H. Daigle et Michael T. Maloney, « Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation », *The Journal of Law & Economics* 37, n° 1 (1994): 157-92.

³⁰⁵ V. Erik P. Gilje, « Do Firms Engage in Risk-Shifting? Empirical Evidence », *The Review of Financial Studies* 29, n° 11 (1 novembre 2016): 2925-54: « Risk reduction is most prevalent among firms that have shorter maturity debt, bank debt, and tighter bank loan financial covenants. These findings suggest that debt composition and financial covenants serve as important mechanisms to mitigate debt-equity agency conflicts, such as risk-shifting, that are not explicitly contracted on ».

³⁰⁶ V. Alan Schwartz, « A Theory of Loan Priorities », *The Journal of Legal Studies* 18, n° 2 (juin 1989): 209-61.

4.1.2. *L'attribution du pouvoir décisionnel aux parties qui supportent le risque résiduel*

252. Ce qui explique dans le cas des sociétés *in bonis* le fait que les associés se voient offrir le pouvoir de contrôler l'entreprise explique également pourquoi ils ne peuvent plus avoir un tel pouvoir une fois les difficultés financières rencontrées. En effet, à ce moment, les projections de roulement de fonds et les actifs du débiteur ne sont plus en mesure de couvrir intégralement la dette de l'entreprise. Dès lors, ce sont désormais les créanciers qui supportent le risque résiduel³⁰⁷.
253. Il s'ensuit que ce sont ces créanciers qui ont la meilleure incitation pour distinguer les entreprises viables de celles qui doivent être liquidées, d'une part, et pour identifier les meilleures possibilités de réorganisation de l'entreprise, d'autre part. Le pouvoir décisionnel doit donc leur être attribué. Dans l'approche économique fonctionnelle prônée dans cette étude, l'implication immédiate est que c'est à eux de décider le sort de l'entreprise, dans les meilleures conditions possibles. Il s'agit là d'une condition nécessaire pour que les procédures préventives puissent jouir d'une légitimité épistémique³⁰⁸.
254. Deux éléments semblent en découler. D'abord, le rôle du débiteur lui-même doit être limité et en aucun cas il ne doit maintenir un monopole sur le pouvoir décisionnel.
255. Ensuite, et contrairement à l'approche actuelle du droit français, le rôle du juge doit être réduit. En effet, ce dernier n'est pas particulièrement apte à identifier les meilleures opportunités économiques de réorganisation du débiteur³⁰⁹. Cela découle de nos développements précédents, car les intérêts personnels du juge ne sont pas alignés avec ceux des parties prenantes qui gagneraient dans l'hypothèse d'un redressement réussi de l'entreprise, et si le juge commet une erreur à cet égard il n'en supporte aucunement les frais. De plus, le juge ne possède que très rarement la compétence économique et financière nécessaire pour pouvoir substituer son jugement à celui des agents économiques actifs sur le marché.

³⁰⁷ V. Robert K. Rasmussen, « The Efficiency of Chapter 11 », *Bankruptcy Developments Journal* 8 (1991): 323: « Creditors become the owners of the firm upon insolvency ».

³⁰⁸ V. sur cette notion dans le contexte du procéduralisme démocratique, David Estlund, « Epistemic Proceduralism and Democratic Authority », in *Does Truth Matter? Democracy and Public Space*, éd. par Raf Geenens et Ronald Tinnevelt (Dordrecht: Springer Netherlands, 2009), 15-27.

³⁰⁹ V. Baird, « Bankruptcy's Uncontested Axioms », 593: « Giving discretion to the judge makes sense only when she is well-positioned to use it. The judge has no magical ability to make business decisions, let alone to outwit the market ».

256. Dès lors, son rôle doit être limité à ce qui est indispensable pour faciliter les négociations³¹⁰. Notamment, son intervention est indispensable pour trancher les débats sur la valorisation de l'entreprise, dans la mesure où les différents groupes de créanciers se trouvent nécessairement en conflit d'intérêts par rapport à cette valorisation, qui détermine la part qui doit revenir à chacun³¹¹. Enfin, son intervention est nécessaire pour protéger les intérêts des parties prenantes contre des abus et expropriations³¹².

4.2. Le rôle des différentes parties prenantes sous la Directive Restructurations

257. La lecture du texte de la directive laisse penser que dans l'esprit du législateur européen, et singulièrement de la Commission, les procédures *debtor in possession* équivalent à des procédures *au profit* du débiteur, un abri contre ses créanciers, au lieu d'être simplement un moyen plus efficient de traiter les difficultés du débiteur dans l'intérêt de toutes les parties prenantes. Néanmoins, un certain changement du pouvoir décisionnel vers les créanciers est assuré et devrait être salué, si notre analyse est juste.

4.2.1. L'initiative d'ouverture des procédures

258. Le le projet initial proposé par la Commission prévoyait que les procédures préventives seraient accessibles uniquement à la demande des débiteurs (article 4(4)).

259. Or, une telle limitation n'était nullement justifiée d'un point de vue économique si une restructuration préventive permet de mieux atteindre

³¹⁰ V. en tirant une critique du rôle du juge dans le système français actuel, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 15: « Le juge devrait n'intervenir qu'en dernier ressort. Sa mission consisterait essentiellement à réduire l'asymétrie d'information entre les dirigeants du débiteur et les créanciers et permettre à la société d'émerger rapidement de la procédure collective... La mission du juge serait ainsi amenée à évoluer. Elle emprunterait moins à l'idée de magistrature économique, pour se placer davantage au service du contrat ».

³¹¹ V. Mokal Stanghellini et Tirado Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law » (CEDAM, 2018), 37, <https://www.codire.eu/materials/>: « Senior claimants have incentives to undervalue the business, since that enables them to claim a greater proportion of its postrestructuring value, whereas junior claimants have corresponding incentives to overvalue it »; sur les difficultés liées à la nature aléatoire de l'exercice de valorisation, v. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 9.

³¹² V. Jennifer Payne, « The Role of the Court in Debt Restructuring », *The Cambridge Law Journal* 77, n° 1 (mars 2018): 124-50.

les objectifs propres des procédures collectives³¹³. Le guide de l'OCDE pour la création des procédures collectives efficaces le note explicitement³¹⁴.

260. Là encore, le Conseil a apporté une modification salutaire, en ajoutant, en tant qu'option, la possibilité d'ouvrir de telles procédures à la demande des créanciers ou des représentants des employés (article 4(8)). Seulement, l'accord du débiteur est toujours exigé, sauf si les États optent pour limiter cette exigence aux PME.
261. S'agissant du droit français actuel, il faut souligner qu'il repose sur l'idée que le cadre des négociations préventives, en procédure de conciliation, appartient au débiteur, qui est seul à pouvoir solliciter l'ouverture de la procédure. Les créanciers non invités par le débiteur aux négociations ne peuvent pas s'y inviter tout seuls³¹⁵. La transposition imminente de la directive offre peut-être l'occasion de corriger cette déficience. Il faut noter, néanmoins, que suivre cette voie exige corrélativement qu'une définition claire soit prévue pour « probabilité d'insolvabilité », afin de ne pas ouvrir des procédures préventives à l'égard de débiteurs qui n'en ont pas besoin.

4.2.2. Le droit de proposer un plan

262. La même confusion apparente d'objectifs divergents semble ressortir des options offertes quant au droit de proposer des plans de restructuration.
263. Le texte initial de la Commission prévoyait que le débiteur était le seul à pouvoir proposer un plan de restructuration. Or, à l'évidence, limiter le droit de proposer le plan au seul débiteur risquerait de lui donner un levier pour le transfert indu à son profit d'une richesse qui appartient aux créanciers. Cela serait notamment le cas lorsqu'il apparaît nécessaire de procéder à une cession de l'entreprise aux créanciers par la conversion de leur dette en capital, dans la mesure où le débiteur pourrait exiger une part pour les anciens associés pour accepter de proposer un tel plan³¹⁶.

³¹³ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5.

³¹⁴ V. McGowan et Andrews, « Design of Insolvency Regimes across Countries », 98: « Creditors are able to initiate restructuring. The possibility of starting restructuring procedures early is a key element of an efficient insolvency regime as delays can increase costs and reduce the likelihood of a successful restructuring (World Bank, 2015; Bricongne et al., 2016). As a result, non-viable firms are less likely to linger in the market and viable firms which encounter temporary financial distress are less likely to become impaired due to a lack of impetus to restructure. As the debtor may have incentives to delay restructuring, it is crucial to give the creditor the opportunity and the right incentives to initiate such procedures ».

³¹⁵ V. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, 412 et suiv.

³¹⁶ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 209: « Requiring the debtor to propose a plan that respects pre-existing entitlements and the applicable order of priority, and thus (...) ».

264. Cela limiterait également les chances de trouver la meilleure solution de restructuration, car le plan proposé ne subirait aucune concurrence de la part de plans alternatifs³¹⁷. Les créanciers se trouveraient confrontés, dès lors, à un choix binaire sous-optimal : accepter le plan tel que proposé ou le refuser, sans aucune amélioration envisageable.
265. Il est dès lors heureux que le Conseil ait proposé une modification à cet égard. Désormais, l'article 9(1) prévoit que « les États membres peuvent également prévoir que les créanciers et les praticiens dans le domaine de la restructuration ont le droit de présenter des plans de restructuration, et sous quelles conditions ils peuvent le faire »³¹⁸.
266. Cette option, qui correspond en partie à ce qui est déjà prévu en droit français depuis la tristement célèbre affaire *Cœur Défense*³¹⁹, semble plus adaptée.
267. En droit français, dans le cadre d'une conciliation, depuis l'ordonnance du 12 mars 2014, l'article L. 611-7 du Code de commerce prévoit que la mission du conciliateur est de « favoriser la conclusion entre le débiteur et ses principaux créanciers ainsi que, le cas échéant, ses cocontractants habituels, d'un accord amiable destiné à mettre fin aux difficultés de l'entreprise. Il peut également présenter toute proposition se rapportant à la sauvegarde de l'entreprise, à la poursuite de l'activité économique et au maintien de l'emploi. Il peut être chargé, à la demande du débiteur et après avis des créanciers participants, d'une mission ayant pour objet l'organisation d'une cession partielle ou totale de l'entreprise qui pourrait

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

³¹⁷ V. Madaus, « Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans », 21: « As in this scenario the right solution to the business situation is still to be found, a competition of plans about the appropriate distribution of value and loss seems favorable. The expenses of designing and negotiating a plan proposal should result in a very few cases of competing plans anyway. But as experiences under U.S. bankruptcy law suggest, it is effective to negotiate a debtor's plan proposal with a competing proposal of a creditors' group as it balances the level of negotiations ».

³¹⁸ Aux Etats Unis, toute partie prenante peut proposer un plan après une première période d'excusivité (section 1121 (b) US Bankruptcy Code). Au Royaume Uni, les créanciers, les actionnaires et les praticiens des restructurations désignés peuvent proposer une *scheme of arrangement* (section 896(2) du Companies Act 2006).

³¹⁹ V. Reinhard Dammann et Mylène Boché-Robinet, « Le plan "imposé" : les leçons du dossier *Cœur Défense* », *D.*, 2013, 2895.

être mise en œuvre, le cas échéant, dans le cadre d'une procédure ultérieure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire ». Autrement dit, c'est le conciliateur qui est à la charge des négociations entre le débiteur et ses créanciers et c'est lui qui, *à la demande du débiteur*, peut s'occuper de préparer un plan de sauvegarde « prepacké », qui serait adopté rapidement lors du passage rapide en procédure de sauvegarde en guise de procédure de clôture. En pratique, néanmoins, les « plans » proposés sont bien formulés en accord avec les principaux créanciers, dans la mesure où ils doivent être soit acceptés par tous les créanciers, soit votés par les comités de créanciers. Le droit des créanciers de proposer un véritable plan est beaucoup plus clairement prévu s'agissant de la procédure de sauvegarde elle-même. L'article L. 626-30-2 du Code de commerce prévoit ainsi que « Le débiteur, avec le concours de l'administrateur, présente aux comités de créanciers des propositions en vue d'élaborer le projet de plan ... (t)out créancier membre d'un comité peut également soumettre un projet de plan qui fera l'objet d'un rapport de l'administrateur ».

268. Il faut souligner, néanmoins, que l'article L. 626-31 du Code de commerce ne prévoit pas que le tribunal doive se prononcer sur le plan proposé par les créanciers, un défaut qui est jugé par certains auteurs comme étant une simple maladresse de rédaction³²⁰. Il nous semble que cette interprétation n'est pas forcément recevable, dans la mesure où le débiteur garde la main sur les propositions à soumettre aux comités de créanciers. En effet, le créancier qui entend soumettre un projet de plan doit le transmettre à l'administrateur judiciaire 15 jours au plus tard avant le vote du plan (dont la date est fixée par le débiteur ou à défaut de demande de sa part par l'administrateur, en vertu de l'article L. 626-30-2, al. 3 du Code de commerce) et c'est « le débiteur, avec le concours de l'administrateur » qui « apprécie s'il y a lieu de les soumettre au comité de créanciers » (article R. 626-57-2 du Code de commerce).
269. La difficulté réside, de plus, à la fois en ce qui s'agit du droit français actuel et de la Directive Restructuration, dans le fait qu'aucune prévision n'est faite pour offrir aux créanciers un accès suffisant aux informations concernant l'état financier et opérationnel du débiteur, et ce en dépit des appels dans ce sens des études ayant servi de base pour le texte finalement adopté³²¹. Or, sans un tel accès, les créanciers seraient moins en mesure de proposer des plans adéquats pour répondre aux difficultés du débiteur et

³²⁰ V. dans ce sens, Reinhard Dammann et Martin Guermonprez, « Pistes de réflexion pour une réforme des procédures collectives », *D.*, 2018, 629.

³²¹ V. pourtant le rapport financé par la Commission, Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 123: « An issue that has consistently surfaced in the qualitative empirical study is the need for the debtor to present creditors with adequate information in order for them to be able to decide in an informed and timely manner ».

ce notamment si les suspensions de poursuites sont offertes d'une manière trop favorable aux débiteurs, privant ainsi les créanciers d'un levier de pression efficace pour obtenir la communication de l'information nécessaire par le débiteur (v. par 230). Comme nous l'avons déjà vu dans le cas American Safety Razor, une telle opacité pourrait être exploitée par les dirigeants et certains créanciers pour contrôler le récit présenté aux créanciers adoptant et au juge sanctionnant l'adoption du plan, qui pourraient être confronté simplement avec le choix entre l'absence de plan et le plan présenté par les dirigeants, seuls à même d'avoir préparé une proposition véritable (v. par. 150 et suiv.).

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

270. Si le rôle du débiteur prévu par la Directive répond à des objectifs divergents, il y a moins de doutes sur le rôle réservé aux créanciers. En effet, ces derniers sont invités, en conformité avec les enseignements de l'analyse économique, à voter sur l'approbation des plans de restructuration.
271. Il est évident, néanmoins, que si le pouvoir décisionnel est donné aux créanciers, une nouvelle tragédie des anticommons peut émerger. En effet, lorsque la participation à l'action coordonnée nécessite l'accord unanime des créanciers, certains d'entre eux pourraient être incités à adopter une tactique d'extorsion, pour tirer un droit de veto de cette situation, afin d'améliorer leur taux de récupération au détriment des autres créanciers³²². Cela pourrait aboutir soit au rejet d'un plan même si son adoption est dans l'intérêt général, soit à un transfert indu de richesses vers les créanciers récalcitrants.
272. La question se pose, alors, de savoir si et dans quelle mesure il est justifié d'un point de vue économique d'imposer le plan malgré l'opposition de certains créanciers.

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

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

273. Il semble tout à fait raisonnable pour les participants aux négociations hypothétiques *ex ante* de prévoir une possibilité de procéder à une

³²² V. Baird et Rasmussen, « Antibrupktcy », 648. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 14: "if one or more creditors do not consent, the result will be a holdout position: they can try to leverage a higher proportionate share for their consent. That higher share is obtained at the expense of creditors that have given their consent, whose share is correspondingly reduced. Every creditor has an incentive to withhold consent, which may ultimately prevent the plan from coming into effect".

application forcée (*cram-down*) de la décision. Dans la mesure où il s'agit d'assurer une maximisation de la valeur dans l'intérêt de l'ensemble des créanciers, cette violation du principe *pacta sunt servanda* apparaît justifiée, à condition, comme nous allons le voir plus bas, que les intérêts de toutes les parties prenantes soient véritablement sauvegardés. Autrement dit, la possibilité d'un *cram-down* semble tout à fait conforme à l'analyse économique fonctionnelle de la présente étude, dans la mesure où elle assure en principe la possibilité de dépasser des comportements de *hold-out* abusifs et améliore ainsi les conditions épistémiques des négociations.

274. Une décision à majorité simple des créanciers ne semble pourtant pas suffisante. Une majorité renforcée paraît souhaitable. D'abord, une telle règle permet de garder un degré élevé de prévisibilité sur les issues possibles de la procédure, dans la mesure où certains créanciers peuvent s'assurer par des discussions *ex ante* avec d'autres créanciers qu'une majorité n'existerait pas sans leur participation³²³.
275. Ensuite, l'on peut espérer qu'une règle de décision à majorité renforcée présente des vertus épistémiques suffisantes pour considérer que la décision ainsi prise est raisonnable malgré l'opposition des minoritaires³²⁴. L'argument repose, à cet égard, sur l'idée selon laquelle les créanciers sont les mieux placés pour identifier ce qui est véritablement dans leur intérêt. Il en découle que la raison pour laquelle les créanciers dissidents sont liés lorsqu'une majorité vote en faveur du plan est que l'on espère que cette approbation indique que les créanciers sont adéquatement préservés.
276. Cette dernière affirmation mérite d'être nuancée. En effet, il est évident que les créanciers n'ont pas tous les mêmes intérêts dans tous les contextes. Il est dès lors parfaitement concevable qu'un groupe de créanciers trouve bon d'imposer un plan de restructuration aboutissant à l'expropriation d'un autre groupe, pour peu que cela soit possible. Ce danger est parfaitement perceptible derrière le voile de l'ignorance des négociations hypothétiques *ex ante*. Une décision imposée selon des règles démocratiques, c'est-à-dire par une majorité, ne se justifie donc que dans la mesure où ceux qui votent ont des intérêts alignés.
277. Deux enseignements peuvent être tirés de ces constatations. D'abord, ceux des créanciers qui ne sont pas impactés par la décision ne doivent pas prendre part au vote, leurs intérêts n'étant alignés avec ceux de personne d'autre. Remarquons que la décision de valorisation nécessaire pour

³²³ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 86.

³²⁴ V. sur les conditions épistémiques qui doivent être satisfaites pour justifier un tel espoir, David M. Estlund, *Democratic Authority* (Princeton University Press, 2007); Cass R. Sunstein, *Infotopia: How Many Minds Produce Knowledge* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2006).

déterminer si certains créanciers sont ou non affectés ne peut pas, naturellement, être prise d'une manière démocratique. C'est là l'un des rôles fondamentaux du juge.

278. Ensuite, ceux des créanciers qui ont un intérêt au vote doivent se prononcer au sein des classes constituées de créanciers dont les situations sont suffisamment similaires pour que leurs intérêts soient alignés. C'est la condition *sine qua non* pour qu'une décision majoritaire soit véritablement une indication du caractère acceptable du plan eu égard aux intérêts de la classe en question.

4.2.3.1.2. Le vote par classe sous la Directive Restructurations

4.2.3.1.2.1. Le vote uniquement par les parties affectées

279. Le législateur européen a essayé de tirer les leçons des considérations qui viennent d'être exposées³²⁵, mais le résultat en est perfectible.
280. Le plan de restructuration doit être voté par toutes les parties affectées (article 9(2)). Il s'agit d'une règle de bon sens, qui devrait convenir à toutes les parties prenantes. D'une part, les créanciers peuvent ainsi s'exprimer sur leur propre sort et s'assurer par eux-mêmes que leurs droits sont protégés. D'autre part, et ceci peut paraître contre-intuitif, il est dans l'intérêt du débiteur lui-même que d'inclure le plus possible de parties dans le vote, si leur présence ne rend pas la procédure impossible à gérer. En effet, si une partie est exclue du vote mais s'estime affectée, elle a plus de possibilités de recours contre le plan arrêté (sur le fondement de l'article 9), et pèse ainsi plus lourdement, que si elle est invitée à voter mais se fait écraser au sein d'une classe (dans quel cas seul l'article 10 pourrait être de secours). Si la partie demeure non affectée, elle ne serait tout simplement liée par le plan arrêté et pourrait poursuivre le recouvrement de l'intégralité de sa créance dans les conditions initiales³²⁶.
281. Toutes les parties prenantes ne sont pas invités à voter sur l'approbation du plan proposé, mais uniquement celles qui seraient affectées par ses effets (article 9(2)). Une telle limitation est justifiée dans la mesure où les personnes affectées sont les plus à même d'apprécier la valeur du plan

³²⁵ V. article 9(6) : « Un plan de restructuration est adopté par les parties affectées à la condition qu'une majorité calculée sur le montant de leurs créances ou intérêts soit obtenue dans chaque classe ». Il faut noter, toutefois, la curieuse option laissée par l'article 10 (3) aux législateurs nationaux de prévoir que l'autorité judiciaire puisse « refuser de valider un plan de restructuration si ce dernier n'offrait pas une perspective raisonnable d'éviter l'insolvabilité du débiteur ou de garantir la viabilité de l'entreprise ». On se demande bien pourquoi le juge serait mieux équipé qu'une majorité de créanciers pour déterminer qu'un plan n'est pas justifié.

³²⁶ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 219.

proposé. Corrélativement, si une partie prenante n'est pas invitée à voter, elle ne doit pas être affectée par le plan³²⁷.

282. Cette condition, d'inspiration américaine et allemande, correspond à ce qui est déjà prévu en droit français en cas de procédure de sauvegarde, dans la mesure où l'article L. 626-30-2, al. 7 énonce que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral ».
283. Quelques exceptions optionnelles sont néanmoins prévues (article 9(3)). Deux de ces exceptions, celle relative aux créanciers super subordonnés et celle relative aux parties liées se trouvant en conflit d'intérêts, semblent tout à fait justifiées dans la mesure où il s'agit d'exclure du vote des parties prenantes qui subissent des incitations contraires à l'intérêt commun, leur jugement n'ayant donc aucune valeur épistémique³²⁸.
284. Ces termes de la directive rappellent ceux l'article L. 626-30-2, al. 4 du Code de commerce, qui oblige tous les créanciers à informer l'administrateur chargé de la procédure de sauvegarde « de l'existence de toute convention soumettant son vote à des conditions ou ayant pour objet le paiement total ou partiel de la créance par un tiers ainsi que de l'existence d'accords de subordination », pour que l'administrateur soumette ensuite « à ce créancier les modalités de calcul des voix correspondant aux créances lui permettant d'exprimer un vote ».
285. C'est par exemple le cas des porteurs de titres super-subordonnés, ou « hypo chirographaires » (visés à l'article 9(3)(b) de la Directive Restructuration), à l'égard de qui on a noté qu'il s'agit de créanciers qui ne peuvent toucher un règlement de leur créance qu'après les créanciers chirographaires³²⁹. Dès lors, leur traitement au sein d'un plan de sauvegarde sur la base de la valeur nominale de leurs créances reviendrait

³²⁷ Le droit français prévoit actuellement que le juge arrêtant le plan de sauvegarde doit s'assurer que les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés. Sont visés à la fois les créanciers membres de comités mais qui se sont opposés au plan proposé, et les créanciers hors comités. Il en est de même en cas d'homologation d'un accord de conciliation, qui ne doit pas porter atteinte aux intérêts des créanciers non signataires. Sur ces protections « bien vagues », v. Alain Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, 8^e éd. (Delmas, 2019), n° 82.41.

³²⁸ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 90: « in order to safeguard the binding authority of democratic decision-making, the courts must have the power to discard the voting of a creditor in circumstances where that creditor's voting behaviour is predominantly driven by individual interests that are not representative of, or may even run counter to, the interests of the class ».

³²⁹ V. par exemple dans l'affaire Technicolor Thomson, Com. 21 février 2012, 11-11.693, qui admet que l'administrateur judiciaire puisse cantonner la créance des établissements bancaires aux seuls intérêts s'agissant de leurs titres subordonnés.

à leur offrir un poids politique là où économiquement exorbitant par rapport à leur intérêt économique³³⁰.

286. La situation semble un peu plus difficile s'agissant des créanciers bénéficiant de CDS, qui peuvent avoir tout intérêt à ce que le débiteur soit en défaut même si une plus-value de restructuration peut être dégagée à terme si une restructuration efficiente intervient³³¹. Les porteurs de CDS ne pourraient pas être exclus, de toute évidence, sur le fondement de l'article 9(3)(c) de la Directive Restructuration, dans la mesure où celui-ci vise « toute partie liée au débiteur ou à son entreprise qui, au regard du droit national, est en situation de conflit d'intérêts ». Ils pourraient alors être exclus sur deux fondements. Tout d'abord, si les termes de leurs CDS sont tels qu'un événement de défaut est reconnu non pas en cas de liquidation du débiteur, mais aussi en cas d'ouverture de procédure préventive (ce qui a par exemple été le cas de certains créanciers de Rallye, dont les CDS ont été mis en œuvre lors de l'entrée de la société en procédure de sauvegarde³³²), ils pourraient être exclus comme étant une partie non affectée par le plan à voter (article 9(2) de la directive). Si en revanche ils ont intérêt à ce que le plan ne soit pas accepté, puisque la liquidation du débiteur serait l'événement de défaut de leurs CDS, il conviendrait de se référer au considérant 47 de la directive, qui prévoit depuis la lecture du Conseil que « les États membres devraient pouvoir établir des règles en ce qui concerne les parties affectées disposant d'un droit de vote qui n'exercent pas ce droit d'une manière correcte ». Cette référence à la manière « correcte » de voter, pour inquiétante qu'elle soit, devrait permettre d'exclure du vote les créanciers visés actuellement à l'article L. 626-30-2, al. 4 comme bénéficiant de contrats « ayant pour objet le paiement total ou partiel de la créance par un tiers ».
287. La directive prévoit également la possibilité d'exclure du vote les associés du débiteur. Or, une telle exclusion empêcherait de les soumettre à une application forcée interclasse et de forcer leur éjection lorsqu'elle s'avère nécessaire. Nous reviendrons sur cet aspect, qui justifie à notre sens que les associés soient pleinement inclus dans des classes de créanciers à part, dans la mesure où leurs intérêts sont affectés (v. par. 329 et suiv.). Il suffit de noter, à ce stade, que le droit français rend l'adoption de certains plans

³³⁰ V. Pierre-Michel Le Corre, « Porteurs de titres super-subordonnés et élaboration des plans de sauvegarde ou de redressement avec comités », *D.*, 2010, chron. 839; Nicolas Borga, « Titres super-subordonnés et plan de sauvegarde », *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 6 (2010): 604. Sur le traitement des subordinations de créances conventionnelles dans le cadre des procédures collectives françaises, v. Mathias Houssin, *La subordination de créance* (Lgdj, 2018).

³³¹ V. Stephen J. Lubben et Rajesh P. Narayanan, « CDS and the Resolution of Financial Distress », *Journal of Applied Corporate Finance* 24, n° 4 (2012): 129-34.

³³² V. <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/cds-rallye-est-officiellement-en-defaut-1024829>

particulièrement compliquée en l'état actuel, dans la mesure où l'article L. 626-3 du Code de commerce exige que tout plan comportant une modification de capital (sont ainsi visés des *debt-equity swap*) doive être approuvé par l'assemblée générale extraordinaire des associés. Avant toute approbation d'un plan, l'article L. 626-31 du Code de commerce exige du tribunal qu'il s'assure qu'un vote favorable a bien été obtenu dans ce sens. Dans bien de cas, les associés se voient ainsi attribuer un droit de veto irréductible et injustifiable (v. par 329 et suiv.).

4.2.3.1.2.2. Le vote par des classes de parties affectées

288. Ensuite et surtout, l'article 9(4) prévoit que le vote par les parties prenantes interviendrait au sein de « classes distinctes représentatives d'une communauté d'intérêt suffisante ». Suivant en cela les modèles du Chapter 11, *scheme of arrangement* et de la procédure d'insolvabilité unique allemande, le législateur européen introduit ainsi une innovation majeure pour le droit français et entièrement conforme en son principe à l'analyse économique du droit.
289. Bien entendu, le droit français des procédures collectives n'ignore pas entièrement la distinction entre créancier garanti et créancier non garanti³³³. Par exemple, il est bien prévu que lorsque le juge commissaire nomme plusieurs contrôleurs parmi les créanciers dans le cadre d'une procédure de sauvegarde, au moins l'un doit être un créancier muni de sûretés et un autre parmi les créanciers chirographaires (article L. 621-10 du Code de commerce). L'on voit là que le législateur est bien conscient de l'existence d'un potentiel conflit d'intérêts entre les deux types de créancier, qui doivent se voir accorder une place d'observation et contrôle à part entière.
290. Cet enseignement n'est pourtant pas transposé à l'étape du vote du plan par les créanciers. En effet, le droit actuel prévoit que tout plan de sauvegarde doit être voté par le comité des établissements de crédit, le comité des principaux fournisseurs et, le cas échéant, l'assemblée générale unique des obligataires (qui est en fait un troisième comité). Aucune attention n'est accordée à l'impératif consistant à assurer une homogénéité des intérêts au sein des instances délibérantes, les créanciers *junior* et *senior*, privilégiés, munis de sûretés et chirographaires se retrouvant au sein des mêmes comités. Certes, le législateur français s'est efforcé de trouver une solution en permettant à l'administrateur judiciaire de moduler les droits de vote des créanciers au sein d'un comité selon leurs garanties ou accords de subordination éventuels (article L. 626-30-2, al. 2 du Code de commerce). L'absence de critères objectifs pour une telle

³³³ V. Houssin, *La subordination de créance*, 347 et suiv.

modulation donne lieu à une grande insécurité juridique et explique pourquoi en pratique cette possibilité n'offre pas la solution espérée³³⁴.

291. Sans aucune surprise, le régime actuel conduit à d'innombrables abus, comme en témoigne le récent dossier CGG. Dans cette affaire, certains titulaires d'OCEANE ont contesté le traitement préférentiel prévu en faveur de porteurs d'obligations *high yield* de droit américain. Les deux types d'obligataires avaient des intérêts différents d'un point de vue mais ont été réunis, selon les règles françaises, dans une seule masse d'obligataires, où les porteurs d'OCEANE étaient minoritaires. Dans un arrêt du 17 mai 2018, la Cour d'appel de Paris a jugé que les porteurs d'OCEANE n'étaient pas recevables à contester la substance du plan adopté, sauf à démontrer l'existence d'un abus de majorité au sein de la masse d'obligataires, ce qui implique qu'en l'état du droit positif, des obligataires ayant des intérêts profondément divergents peuvent se retrouver à voter au sein d'un même comité. Un pourvoi en cassation a été formé à cet égard par les porteurs d'OCEANE le 17 mai 2018³³⁵.
292. A cet égard, la transposition de cette disposition en droit français entraînera une révolution appelée depuis longtemps par une partie de la doctrine³³⁶. Désormais, la logique de vote selon la qualité des créanciers sera abandonnée au profit d'une logique de vote dans des classes constituées selon une communauté d'intérêts.
293. Notons toutefois que l'article 9(4) prévoit que les législateurs nationaux peuvent exempter les PME de l'obligation de faire voter les créanciers par classes distinctes. Il nous semble, néanmoins, qu'une telle exception ne doit pas être admise. Le problème est, en effet, que certaines protections des créanciers, sur lesquelles nous reviendrons, ne s'appliquent que lorsqu'intervient une application forcée interclasse. C'est notamment le cas de l'analyse du plan à l'égard des règles de priorités, prévues à l'article 11(1). A cet égard, ne pas prévoir un vote par classes de créanciers pourrait aboutir à une violation de ces protections, essentielles d'un point de vue de

³³⁴ V. Reinhard Dammann et Gilles Podeur, « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultat de l'ordonnance du 12 mars 2014 », *D.*, 2014, 752; V. également, Gabriel Archibald, « Valorisation de la société et droits de vote au sein des comités de créanciers », *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2018, 232.

³³⁵ V. Reinhard Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité », in *Mélanges Claude Witz* (LexisNexis, 2018), 226.

³³⁶ V. parlant d'un système français qui met artificiellement sur un pied d'égalité des créanciers dont les intérêts divergent, Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? »; V. aussi sur les abus découlant du système français actuel et une explication du système allemand, Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité ».

l'analyse économique, si certains créanciers sont écrasés par une majorité dont les intérêts sont substantiellement divergents. Au fond, cela reviendrait à admettre les mêmes abus que ceux repérés dans le droit français actuel et mises à lumière par le cas CGG suscité.

4.2.3.1.2.3. *Les critères de répartition par classes*

4.2.3.1.2.3.1. La nécessité de critères objectifs mais flexibles

294. Il reste à savoir, en tout état de cause, quels critères vont permettre de répartir les créanciers en différentes classes.
295. Le texte de la directive ne donne pas beaucoup d'indications à ce sujet. Il est seulement précisé que la répartition doit se faire selon « une communauté d'intérêt suffisante, sur la base de critères vérifiables » et que les créanciers garantis et non garantis doivent être mis dans des classes distinctes. La détermination des critères adéquats a fait couler beaucoup d'encre dans les pays où un tel système existe déjà³³⁷. Notre étude se limitera donc à quelques observations nécessaires.
296. D'abord, il semble nécessaire de prévoir une flexibilité suffisante permettant de constituer des classes véritablement homogènes, dont les membres sont dans la même situation juridique *et* subissent le même traitement selon les termes du plan proposé³³⁸. Il faut noter en effet que rien n'empêche, dans la directive, de traiter différemment des créanciers qui se trouvent en fait dans la même situation. L'article 10(2)(b) prévoit seulement que « les créanciers partageant une communauté d'intérêt suffisante *au sein de la même classe* bénéficient de l'égalité de traitement ».
297. Ensuite, cette flexibilité ne doit pas être perçue comme une carte blanche pour s'assurer que la majorité requise sera atteinte. Un tel « *gerrymandering* » serait contraire à la justification épistémique qui sous-tend le vote au sein des classes, c'est-à-dire l'idée qu'un plan approuvé par une majorité au sein d'une classe de personnes dont les intérêts sont

³³⁷ V. Scott F. Norberg, « Classification of Claims under Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Fallacy of Interest Based Classification », *American Bankruptcy Law Journal* 69 (1995): 119; Bruce Markell, « Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification », *Bankruptcy Developments Journal* 11 (1995): 1; Pour une exposition du système allemand, qui laisse une grande flexibilité aux praticiens de l'insolvabilité, v. Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité ».

³³⁸ V. insistant sur la nécessité de remplir les deux conditions, Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 87; Notons que les créanciers dont les créances sont garanties en partie seulement par des sûretés doivent appartenir à la fois à la classe des créanciers munis des mêmes sûretés, pour la partie couverte de leur créance, et à la classe des créanciers chirographaires, pour la partie non couverte. V. Tollenaar, 94: « The voting behaviour of a secured creditor with a relatively large collateral shortfall could be driven to a significant extent by the treatment of the unsecured part of its claim ».

similaires ne porte probablement pas atteinte aux intérêts de la minorité dissidente³³⁹.

298. De plus, une trop grande flexibilité risquerait de rendre caduques certaines protections de droits des créanciers prévues par la directive. Par exemple, si une classe de créanciers vote contre le plan proposé, l'application forcée interclasse, que nous allons étudier plus loin (v. par. 320 et suiv.), exige que le tribunal s'assure non pas seulement que les protections prévues aux articles 10 (2) et 10 (3) (notamment donc l'adéquation de la constitution des classes et, en cas de contestation, le *best interest of creditors' test*), mais aussi que le plan respecte la règle de priorité (absolue ou relative, v. par. 385 et suiv.) et qu'aucune classe n'a reçu ou conservé plus que le montant total de ses créances ou intérêts (article 11 (c) et (d)). Il suffirait, donc, que le plan soit approuvé par toutes les classes à la majorité requise pour que ces deux protections soient désamorçées. Les créanciers mécontents ne pourraient alors s'appuyer que sur le *best interest of creditors' test*, qui n'offre pas une protection suffisante (v. par. 353 et suiv.).

4.2.3.1.2.3.2. La nécessité de critères prévisibles

299. Un autre aspect fondamental de la répartition des créanciers en classes fait malheureusement défaut dans le texte de l'article 9 : la prévisibilité des critères utilisés. Il s'agit d'une insuffisance importante de la directive, qui témoigne là encore de la confusion de ses objectifs³⁴⁰.
300. En effet, le vote à proprement parler n'est qu'un dernier ressort et n'a pas vocation à intervenir dans la plupart des cas. Plutôt, le débiteur et ses créanciers négocient à la lumière de ce qui est prévisible si un vote devait intervenir³⁴¹.

³³⁹ V. pour une critique dans ce sens dans le contexte du Chapter 11, Peter E. Meltzer, « Disenfranchising the Dissenting Creditor through Artificial Classification or Artificial Impairment », *American Bankruptcy Law Journal* 66 (1992): 281-322; Markell, « Clueless on Classification ».

³⁴⁰ Cet oubli du législateur européen est d'autant moins acceptable que les considérants 15 et 85 énoncent clairement que la sécurité juridique et la prévisibilité du traitement des créanciers dans les procédures collectives est nécessaire pour favoriser le financement des entreprises européennes. L'explication de cet oubli se trouve sans doute dans la volonté de certains rédacteurs de permettre la définition des classes selon les besoins de la cause, pour « sauver » une entreprise même si les créanciers s'y opposent, ce qui est un bon signe pour considérer que l'entreprise n'est pas viable.

³⁴¹ V. le classique, Robert Mnookin et Lewis Kornhauser, « Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce », *Yale Law Journal* 88, n° 5 (1 janvier 1979); Sarah Paterson, « Bargaining in financial restructuring: market norms, legal rights and regulatory standards », *Journal of Corporate Law Studies*, 2014, 338: « All financial restructuring negotiations happen in the shadow of insolvency law ».

301. A cet égard, les règles de distribution en classes déterminent les « poids » respectifs des parties prenantes lors des négociations. Elles permettent aussi aux créanciers de prévoir dans une certaine mesure quel serait leur sort si le débiteur rencontrait des difficultés. La définition de critères clairs et prévisibles est donc fondamentale, à la fois pour diminuer le risque du crédit *ex ante* et pour faciliter les négociations en explicitant les poids respectifs des différentes parties prenantes.
302. Ce dernier aspect exige, en outre, que la répartition des créanciers en classes distinctes intervienne bien en amont du vote, dès l'ouverture de la procédure. Il est en effet inimaginable que les créanciers puissent négocier sans pouvoir deviner si les majorités nécessaires sont acquises pour telle ou telle proposition. Cela implique qu'il est souhaitable de désigner systématiquement un praticien de l'insolvabilité, chargé d'arrêter la répartition définitive des créanciers en classes, ainsi que décider les questions d'évaluation, le plus tôt possible³⁴².

4.2.3.2. L'application forcée interclasse

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

4.2.3.2.1. La justification d'une application forcée interclasse

4.2.3.2.1.1. Une application forcée interclasse nécessaire

304. Il semble rationnel pour les négociateurs hypothétiques *ex ante*, soucieux de préserver les intérêts de tous les groupes de créanciers, d'être suspicieux par rapport à un plan qui n'a pas reçu l'approbation de toutes les classes de créanciers.
305. Le fait qu'une classe, ou même une majorité de classes, ait approuvé le plan proposé ne garantit rien s'agissant de la protection adéquate des intérêts de la classe dissidente. Ces derniers sont, en conséquence du principe même de répartition en classes distinctes, non alignés avec ceux des autres classes. Une majorité de classes peut très bien décider d'exproprier une minorité dissidente sans en subir elle-même les conséquences. Or, un tel scénario n'est pas justifié du point de vue de la CBT dans une approche fonctionnelle.

³⁴² V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 217.

306. Cela n'implique pas, néanmoins, qu'une application forcée interclasse ne serait jamais acceptable. Comme nous l'avons indiqué, le vote majoritaire n'est qu'un garde-fou contre les décisions abusives, mais il n'est pas le seul.
307. Il semble souhaitable en effet qu'un plan puisse être imposé dès lors qu'il assure une maximisation de la valorisation de l'entreprise dans l'intérêt de tous les créanciers, et que les intérêts d'aucun d'entre eux ne se trouvent sacrifiés sans justification. Si cette possibilité de *cross-class cram-down* n'était pas ouverte, des classes de créanciers auraient un levier efficace pour limiter indûment leurs pertes au détriment des classes pour lesquelles l'adoption du plan est plus importante (par exemple parce qu'elles ont une moindre tolérance aux pertes)³⁴³.
308. Le rejet du plan par une classe de créanciers ne doit donc pas être insurmontable dès lors que les autres garde-fous contre les traitements inéquitables des créanciers récalcitrants, sur lesquels nous reviendrons (v. présente partie, section 5), offrent une protection suffisante.

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

309. Une certaine prudence additionnelle s'impose s'agissant spécifiquement des conversions forcées de la dette en capital. Cette décision n'est pas anodine. Même si l'on considère que la valeur des instruments financiers attribués est équivalente, ce paiement alternatif n'est pas un substitut parfait au paiement en espèces³⁴⁴.
310. En effet, la forme du paiement final, et notamment sa liquidité et niveau de risque attendu, est un élément essentiel pour les créanciers dans leur prise de décision de contracter avec le débiteur. Ces éléments sont reflétés dans le coût du financement accordé, car les créanciers anticipent dans leur décision le moment quand leur exposition aux risques de l'entreprise

³⁴³ V. soulignant une critique classique des schémas of arrangement anglaises, McCormack et Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws », 9: « there is no ability to cram-down a dissenting class of creditors in a scheme of arrangement. This results in an excessive emphasis on the classification of creditors, with the result that creditors placed in a different class tend to bargain for excessive rights ».

³⁴⁴ V. pour une critique de la conversion imposée aux créanciers minoritaires au sein d'un comité à l'égard du droit français actuel, Serge Pelletier et Constance Verroust-Valliot, « Comités de créanciers : la loi de la majorité peut-elle vraiment imposer des conversions forcées de créances aux minoritaires ? », *Rev. proc. coll.*, 2017, étude n°10, qui notent notamment que pourraient être soulevées des violations du droit de propriété, du droit de ne pas contracter et du principe de l'affectio societatis. A notre avis, il s'agit néanmoins d'entorses à ces droits qui seraient acceptées dans le cadre d'une négociation hypothétique ex ante entre les parties prenantes.

s'arrêtera et le capital fourni au débiteur pourra être utilisé à d'autres fins³⁴⁵.

311. Or, en l'absence d'un marché secondaire suffisamment liquide, sur lequel les créanciers pourraient céder vite et sans décote les instruments qu'ils se voient attribuer au lieu d'un paiement en espèces, tout paiement en forme alternative force effectivement les créanciers à continuer de financer l'entreprise contre leur volonté et leurs prévisions initiales. A cet égard, on ne saurait suivre l'argument de Jackson et Baird, qui soutiennent qu'une dation en paiement par le biais d'instruments financiers alternatifs de valeur égale au paiement attendu est entièrement satisfaisante. Comme ils le reconnaissent eux-mêmes, il n'en serait ainsi que si les créanciers avaient effectivement la possibilité de céder immédiatement les instruments financiers ainsi attribués pour récupérer l'entière valeur de leur créance.³⁴⁶
312. Certains auteurs considèrent qu'une telle entorse aux droits des créanciers ne serait jamais justifiée par la CBT³⁴⁷. C'est également la solution retenue par le législateur néerlandais, qui a prévu qu'une application forcée interclasse ne peut avoir lieu dans le cadre des nouvelles procédures préventives que si les classes dissidentes qui ont droit à un paiement en espèces se voient accorder un tel paiement³⁴⁸.
313. Nous ne partageons pas cet avis. Il nous semble raisonnable pour les négociateurs hypothétiques *ex ante*, en prévision de la situation de blocage qui pourrait s'instaurer dans le cas contraire, d'admettre une telle entorse lorsqu'elle est strictement nécessaire.
314. Une telle position trouverait appui dans la théorie classique de Calabresi et Malamed, qui notent que deux manières de protéger un intérêt sont envisageables: selon les règles de propriété (au sens large, non juridique), et par des règles de responsabilité³⁴⁹. Dans un récent article, V. Buccola

³⁴⁵ Tout paiement alternatif rallonge l'exposition au risque du créancier, ce qui aurait dû entraîner un coût supplémentaire à la charge du débiteur si le rallongement pouvait être anticipé. Yakov Amihud et Haim Mendelson, « Liquidity, Asset Prices and Financial Policy », *Financial Analysts Journal* 47, n° 6 (novembre 1991): 56: "Risk adverse investors require higher expected returns to compensate for greater risk. Similarly, investors prefer to commit capital to liquid investments, which can be traded quickly and at low cost whenever the need arises".

³⁴⁶ V. Baird et Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », 120.

³⁴⁷ Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 31 et suiv.155 et 236 et .

³⁴⁸ V. Clifford Chance client memo, Revised Draft "Dutch Scheme (WCO II)", 2017.

³⁴⁹ V. le classique Guido Calabresi et A Douglas Melamed, « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral », *Harvard Law Review* 85, n° 6 (1972): 1089; pour une exposition plus récente, v. Ian Ayres et Eric Talley, « Solomonic

souligne qu'il est raisonnable de prévoir des métarègles pour passer d'une forme de protection à l'autre lorsque des situations de monopole empêchent l'émergence consensuelle d'une solution efficace. Tel est le cas, par exemple, en l'absence de financements alternatifs lorsqu'un créancier menace de retirer son financement, même si le maintien en activité de l'entreprise est la meilleure solution dans les circonstances. Pour éviter une extorsion induite de valeur par ce créancier monopoliste, un glissement vers des règles de responsabilité semble tout à fait justifié³⁵⁰.

315. La possibilité d'une telle conversion forcée permet de sauvegarder une plus-value de restructuration qui pourrait être détruite en cas de refus irraisonnable de certaines classes de créanciers de recevoir un paiement alternatif. En effet, dans certains cas un paiement immédiat en espèces ne pourrait être assuré que par une vente isolée des actifs du débiteur, ce qui mettrait en péril la viabilité subséquente de l'entreprise après restructuration. Les créanciers senior qui ont un droit de paiement en espèces se verraient ainsi accorder, au fond, un droit de veto sur le plan de restructuration, ce qui contredit l'objectif même des applications forcées interclasse.
316. De plus, une telle possibilité de conversion forcée contribuerait à responsabiliser les pourvoyeurs de crédit, dont les décisions créent des externalités, c'est-à-dire qu'elles ont des effets sur des tiers au contrat et l'économie en général³⁵¹. Il semble souhaitable que ces créanciers soient incités à procéder à une véritable analyse des projets du débiteur avant d'octroyer le crédit demandé. Dans la régulation post-crise, cette nécessité se traduit par le principe de rétention d'une partie du risque par les établissements de crédit (*skin in the game*)³⁵². En effet, la possibilité de perdre une partie de la valeur de la créance en cas de liquidation de l'entreprise a un rôle de discipline, dans la mesure où les créanciers peuvent se contrôler réciproquement par la menace d'une telle perte³⁵³. Les créanciers sont donc incités à s'assurer qu'une liquidation n'interviendra

Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade », *Yale Law Journal* 104 (1995): 1027.

³⁵⁰ Buccola, « Bankruptcy's Cathedral ».

³⁵¹ V. Emre Ozdenoren et Kathy Yuan, « Contractual Externalities and Systemic Risk », *The Review of Economic Studies* 84, n° 4 (1 octobre 2017): 1789-1817; Zhiguo He et Péter Kondor, « Inefficient Investment Waves », *Econometrica* 84, n° 2 (2016): 735-80; Javier Bianchi, « Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications », *American Economic Review* 100, n° 2 (mai 2010): 398-402.

³⁵² V. Rosa Lastra, « Systemic Risk and Macro-Prudential Supervision », *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 1 août 2015.

³⁵³ V. Anthony J. Casey et Douglas G Baird, « No Exit? Withdrawal Rights and the Law of Corporate Reorganizations », *Columbia Law Review* 9, n° 1 (2013): 113.

pas s'ils peuvent récupérer plus en sauvegardant une entreprise viable³⁵⁴. Or, s'il était inenvisageable d'imposer dans certaines circonstances le paiement alternatif ici discuté à un créancier senior, il serait moins incité à s'assurer de la viabilité du projet financé.

317. On the other hand, when considering bankruptcy procedures that do comply with absolute priority rule, such as the Receivership in the UK, we show that if the most senior creditor, which has all the decision power according to this procedure, is guaranteed his claim in any event his incentives to monitor disappear leaving the remaining creditors with not enough proceeds to induce them to monitor efficiently the firm.
318. Toutefois, pour qu'une telle conversion forcée des créances en capital soit justifiée, il ne suffit pas que les créanciers reçoivent une valeur équivalente à celle qui leur est due. Encore faut-il que la conversion soit véritablement nécessaire, c'est-à-dire qu'il ne soit pas possible de remédier à l'absence d'un tiers prêt à racheter l'entreprise en activité. Tel n'est pas le cas si l'absence de repreneur s'explique par des inefficiences créées par les règles de la procédure préventive elle-même.
319. On pense, par exemple, à la procédure de conciliation en France, dont les règles de confidentialité trop strictes empêchent, comme nous allons le voir (v. partie IV, section 1), l'émergence d'un marché secondaire de la dette suffisamment développé³⁵⁵. Si le paiement en espèces du créancier peut être assuré par une modification de ce type de règles, forcer le créancier à poursuivre le financement de l'entreprise par une conversion forcée de ses créances en capital semble être une entorse disproportionnée à ses droits. A notre avis, elle ne serait pas justifiée dans le cadre de la CBT.

4.2.3.2.2. L'application forcée interclasse sous la Directive Restructuration

320. Au vu de ce qui vient d'être exposé, l'article 11 de la Directive Restructuration, dédié aux applications forcées interclasse, introduit une innovation majeure et bienvenue³⁵⁶.

³⁵⁴ V. Philippe Aghion et Patrick Bolton, « An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting », *Review of Economic Studies* 59, n° 3 (1992): 473-94.

³⁵⁵ V. Sophie Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence », *RTDF*, n° 4 (2018): 27: « la confidentialité des procédures amiables renchérit le coût du crédit en limitant l'efficacité du marché secondaire de la dette et nuit à la mise en concurrence des apporteurs de new money tout comme il conduit à l'utilisation abusive du privilège qui s'y attache, en violation des droits des tiers ».

³⁵⁶ Article 11(1) : « Les États membres veillent à ce qu'un plan de restructuration qui n'est pas approuvé par les parties affectées conformément à l'article 9, paragraphe 6, dans

4.2.3.2.2.1. Les deux modèles d'application forcée interclasse

321. Deux modèles d'application forcée interclasse ont servi d'inspiration au législateur européen.
322. Le projet initial de la Commission reprenait le modèle du *Chapter 11*, exigeant que le plan soit approuvé au moins par une classe autre que les associés et celles qui, sur la base d'une valorisation de l'entreprise en activité (ou *going concern*), c'est-à-dire d'une cession hypothétique de l'entreprise en activité, n'auraient droit à aucun paiement en cas de liquidation judiciaire. Autrement dit, le plan doit être approuvé par une classe *in the money*.
323. En théorie, il s'agit d'une procédure efficace, dans la mesure où la classe de créanciers ainsi identifiée a en principe des intérêts alignés avec ceux de l'ensemble des parties prenantes, car ils bénéficient de tous les gains et subissent toutes les pertes de la décision à prendre. En pratique, néanmoins, un tel régime incite à une guerre des valorisations entre les classes de créanciers³⁵⁷ : selon la valorisation retenue par le juge, telle ou telle classe se trouverait *in* ou *out of the money*.
324. L'exercice est d'autant plus hasardeux que la valorisation se fait sur une base *going concern*, dont la difficulté a déjà été évoquée³⁵⁸. Si cet exercice reste compliqué même aux États Unis, où les juges ont une expérience importante de ce type de valorisations, il n'est pas difficile d'imaginer l'incertitude qui en découlera dans les juridictions européennes qui n'y sont pas habituées³⁵⁹.
325. Face aux critiques de certains États membres, le Conseil a introduit dans le texte de la directive un deuxième modèle d'application interclasse, inspiré de l'exemple allemand. L'article 11(1)(b) prévoit ainsi que le plan doit avoir été approuvé « par une majorité de classes de parties affectées autorisées à voter », et ce « à condition qu'au moins une de ces classes soit

chaque classe autorisée à voter puisse être validé par une autorité judiciaire ou administrative sur proposition d'un débiteur, ou avec l'accord du débiteur, et être imposé aux classes dissidentes autorisées à voter, lorsque ce plan de restructuration remplit au moins les conditions suivantes... »

³⁵⁷ V., expliquant que les créanciers junior sont incités à sur-valoriser tandis que les créanciers senior sont incités à sous-valoriser l'entreprise, Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 37.

³⁵⁸ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 9.

³⁵⁹ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 14.

une classe de créanciers garantis ou ait un rang supérieur à celui de la classe des créanciers chirographaires ».

326. Ce régime a, au moins, le mérite de la facilité et de la prévisibilité³⁶⁰. L'on pourrait également espérer que l'agrégation des points de vue d'une majorité favorable à l'approbation du plan, en ce compris une classe de créanciers munis de sûretés donc (*a priori* au moins) *in the money*, devrait assurer que le plan approuvé respecte les intérêts des parties prenantes. Ce modèle n'empêche pas, néanmoins, qu'une majorité de classes de créanciers votent dans leur intérêt commun mais contrairement à l'intérêt d'une classe dissidente, ce qui explique la nécessité de prévoir des protections efficaces des créanciers par des règles de traitement équitable et de respect de l'ordre des priorités.
327. L'articulation entre les deux régimes montre, s'il fallait encore le prouver, que le législateur européen entend favoriser autant que possible l'adoption des plans, même en dépit de l'opposition majoritaire des créanciers. En effet, à défaut d'une majorité de classes de créanciers acquise à la cause, l'on revient au système inspiré du *Chapter 11*. Les incertitudes liées à la valorisation de l'entreprise en activité (ou *going concern*) ne sont donc en rien allégées, car les créanciers devront tout de même y procéder pour apprécier la probabilité qu'un plan ou un autre pourrait être adopté en force en dépit de leur éventuelle opposition.
328. Il reste à espérer que les juges nationaux ne percevront pas cette alternance entre les deux règles d'application interclasse comme une invitation à accepter le plan coûte que coûte dès lors que l'entreprise est sauvée à court terme même si elle n'est pas viable à long terme³⁶¹.

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

329. Une autre innovation majeure de la directive, qu'il convient de saluer, est la facilitation des conversions des dettes en actions (ou *debt equity swap*) par le traitement des associés comme une classe de créanciers à part entière.
330. Lorsque le débiteur rencontre des difficultés financières importantes, les associés se trouvent souvent, d'un point de vue économique, *out of the money*. Ils n'ont plus rien à perdre et devraient absorber les pertes en

³⁶⁰ V. pour l'étude du système allemand, Dammann, « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité ».

³⁶¹ V. le rapport financé par la Commission, Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 34: « There is no reason to believe that a plan that has failed to obtain requisite creditor majorities would permit the business to continue, nor that it would allocate the value in the estate fairly, i.e. respectfully of legal rights, duly informed by debtor-specific knowledge, and in a cost-effective manner ».

premiers, leur place étant prise par les autres créanciers au moyen d'une conversion de la dette en capital. Une telle conversion est très prisée dans la pratique des restructurations aux États Unis³⁶² et présente, comme nous l'avons déjà souligné, d'importants avantages économiques et financiers.

331. Or, d'un point de vue juridique, les associés disposent, au moins en France, d'un droit de veto effectif sur ce type de restructurations, qui nécessitent un coup d'accordéon ou une cession de leurs titres. Cela permet aux associés de bénéficier d'un levier pour provoquer un transfert indu de richesses appartenant aux créanciers³⁶³.
332. A cet égard, la directive offre une solution salutaire. En vertu de l'article 12(1), les associés peuvent être traités comme une classe de créanciers, rendant ainsi applicables les articles 9 à 11. Dans ce cas, une application forcée interclasse à leur égard serait pleinement envisageable, y compris lorsque le plan adopté prévoit un *debt equity swap*³⁶⁴.
333. Il faut noter, à cet égard, que lorsque les associés votent sur le plan, ils le font précisément au sein d'une *classe* au sens de la Directive Restructuration, et non au sein d'une assemblée générale au sens du droit des sociétés. Dès lors, ce sont les règles spéciales prévues pour les votes des classes qui s'appliquent, y compris en ce qui concerne les majorités requises et les protections accordées (par exemple le « best interest of creditors test » et les règles de priorité)³⁶⁵.
334. Alternativement, les législateurs pourraient choisir de simplement s'assurer « par d'autres moyens » que « ces détenteurs de capital ne

³⁶² V. Lucian Arye Bebchuk, « A New Approach to Corporate Reorganizations », *Harvard Law Review* 101, n° 4 (1988): 775-804.

³⁶³ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 11: « Cet état du droit engendre une situation paradoxale dans laquelle le droit de vote des associés est appelé à être monnayé, alors même que la valeur des titres auxquels il est attaché est égale à zéro ».

³⁶⁴ Nous avons indiqué plus haut les malheureux malentendus qui empêcheront l'application d'une telle solution aux PME.

³⁶⁵ Cela devrait permettre d'éviter les difficultés actuelles liées, en droit français, au fait que l'assemblée générale des associés qui vote en application du plan demeure souveraine et pourrait très bien le rejeter. V. Cass. com., 15 janv. 1991, n° 89-15822 : Bull. civ. IV, n° 27, BJS 1991, p. 425, note P. Le Cannu, retenant que le refus de l'assemblée générale d'autoriser une modification des statuts pourtant prévue par le plan ne peut donner lieu à une exécution forcée en nature mais ne constitue qu'une cause de résolution du plan. Au plus le tribunal arrêtant le plan de sauvegarde peut-il, en vertu de l'article L. 626-16 du Code de commerce, donner mandat à l'administrateur pour convoquer une assemblée générale, et décider que les règles de majorité spéciales prévues à l'article L. 626-16-1 du Code de commerce (majorité des voix des associés présents ou représentés) seront applicables par dérogation aux règles de droit commun. Sur ces questions, v. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 515.22.

puissent empêcher ou rendre difficiles, de façon déraisonnable, l'adoption et la validation d'un plan de restructuration ». L'on peine à saisir quels seraient ces moyens alternatifs³⁶⁶. De plus, cette option présente l'inconvénient d'exempter les associés de l'application des règles portant sur l'ordre des paiements prévues par la directive³⁶⁷.

335. La possibilité de traiter les associés comme une classe de créanciers procède, à notre avis, d'un changement important de paradigme en droit privé européen. Cette innovation repose en effet sur la reconnaissance implicite, mais nécessaire, du concept de structure de capital, en vertu duquel il n'y a aucune différence fondamentale entre les créanciers et les associés au-delà de leurs rangs respectifs³⁶⁸.
336. Pour mesurer l'importance du bouleversement des catégories traditionnelles du droit privé ainsi entamé, il suffit de se rappeler pourquoi la conversion de la dette en capital admise à des conditions strictes en France par la loi Macron a dû être limitée aux procédures de redressement judiciaire³⁶⁹. En effet, le Conseil d'État, préalablement consulté à cet égard, a refusé d'admettre qu'une telle conversion puisse avoir lieu avant que la cessation des paiements du débiteur soit acquise (donc pendant une procédure de sauvegarde). Aux yeux du Conseil, semble-t-il, une différence fondamentale demeure entre la protection constitutionnelle accordée aux droits de propriété des associés et celle accordée aux créanciers³⁷⁰.
337. Or, si la voie conceptuelle ouverte par la Directive Restructuration est pleinement suivie, aucune différence ne devrait plus demeurer à cet égard entre les deux types de pourvoyeurs de financement de l'entreprise³⁷¹. Les

³⁶⁶ V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5: « Parties may not act unreasonably generally. Article 12 does not seem to add anything to this general rule and appears superfluous ».

³⁶⁷ C'est le cas en droit italien, où une règle de priorité absolue existe, mais la jurisprudence considère qu'elle ne s'applique pas aux associés dans la mesure où ils ne sont pas traités comme une classe à part entière.

³⁶⁸ V. considérants 2 et 45.

³⁶⁹ V. L. 631-19-2 du Code de commerce. V. sur cet article, Blanc, D. 2015. Chron. 2460 ; Roussel Galle, Rev. sociétés 2015. 636 ; Cerati-Gauthier, JCP E 2015. 1461 ; Dammann et F.-X. Lucas, BJS 2015. 521 ; Parachkévova, BJS 2015. 529 ; Teboul, LPA 22 oct. 2015 ; Degenhardt, BJE 2015. 432 ; Bourbouloux et Fort, BJE 2016. 287.

³⁷⁰ V. pour un commentaire de cet aspect de la loi Macron, ainsi que pour une critique du traitement différent des droits de propriété respectifs des associés et des créanciers, Jérémy Martinez et Sophie Vermeille, « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie », *RTDF*, n° 2 (2014): 35.

³⁷¹ V. notant que l'actionnariat n'est plus une forteresse imprenable, Lucas et Porrachia, « L'expropriation de l'associé qui ne finance pas la restructuration de la société en redressement judiciaire ». Sur l'irruption de la notion de propriété économique de

limites de ce bouleversement seront très probablement testées devant le Conseil constitutionnel lors de la transposition de la directive³⁷². Certains auteurs ont soutenu d'une manière convaincante que le Conseil constitutionnel devrait se montrer plus sensible aux considérations économiques et franchir le pas que n'a pas voulu franchir le Conseil d'État³⁷³. Tout au moins devrait-il reconnaître que la protection constitutionnelle du droit de propriété des créanciers est aussi forte que celle accordée au droit de propriété des associés.

338. Enfin, il reste à voir comment la transposition de la directive pourra être articulée avec la pratique officieuse (et sans aucun fondement) de l'AMF, qui semble exiger systématiquement, dans les cas de restructurations des sociétés cotées, que les actionnaires se voient attribuer entre 5% et 10% de la valeur dégagée par la restructuration.

4.2.4 La désignation d'un praticien des restructurations

339. Le cadre proposé par la Directive Restructuration est construit sur un modèle DIP, où le débiteur n'est pas dessaisi de la gestion courante de l'entreprise³⁷⁴. Le législateur européen semble en conclure que c'est au débiteur d'organiser les négociations avec ses principaux créanciers, ce qui est supposé diminuer le coût des procédures et éviter les perturbations inutiles du fonctionnement de l'entreprise³⁷⁵.

l'entreprise en droit français des procédures collectives, v. Francois-Xavier Lucas, « Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des droits de l'actionnaire : propriété économique et propriété juridique, qui doit financer la restructuration ? », *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 5 (2013); Françoise Pérochon, « Comité des établissements de crédit : mode d'emploi ! », *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2016, 229: « dans la France de 2017 (...), au regard des comités, l'actionnaire est un créancier comme les autres ! »

³⁷² Comme cela a été le cas de la loi Macron, le Conseil constitutionnel ayant validé la possibilité d'une conversion de la dette en capital malgré l'opposition des associés, aux conditions prévues par la loi. V. Martinez et Vermeille, « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie ».

³⁷³ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 11 et suiv.; Martinez et Vermeille, « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie »; Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », 2201.

³⁷⁴ Considérant 30 et Article 5.

³⁷⁵ Alors que le concept de procédures DIP est connu de longue date aux États Unis, le concept a été pour la première fois formellement défini en Europe par le règlement 2015/848, après avoir été utilisé par la Commission dans la Recommandation 2014/135/UE, qui soulignait que les procédures DIP sont adaptées aux procédures ouvertes en amont des difficultés financières en ce qu'elles évitent les coûts inutiles. V. Bob Wessels et Stephan Madaus, « Rescue of Business in Insolvency Law », Instruments of the European Law Institute, 6

340. La règle par défaut de l'article 5 est, donc, qu'aucun praticien des restructurations ne doit en principe être désigné. Néanmoins, l'article 5(3) prévoit qu'un praticien doit être désigné dans certains cas, et ce notamment « b) lorsque le plan de restructuration doit être validé par une autorité judiciaire ou administrative à la suite de l'application forcée interclasse ».
341. Un tel enchaînement de la règle par défaut et de son exception témoigne, à notre avis, de la confusion d'objectifs divergents poursuivis par le législateur européen, que nous avons déjà soulevée. L'enchaînement n'est en effet compréhensible que dans un système dont le but est de faire accepter un plan à tout prix plutôt que d'organiser les bonnes conditions de négociation entre les créanciers. Dans ce cas, pouvoir répartir les créanciers par classes selon des critères très flexibles, et surtout pouvoir procéder à cette répartition au dernier moment, selon les besoins de la cause, peut s'avérer un outil précieux dans les mains du débiteur³⁷⁶.
342. En revanche, si le but poursuivi par les procédures préventives est plutôt de faciliter la négociation entre les créanciers dans l'intérêt de toutes les parties prenantes (comme l'exige l'analyse économique), il faut garder à l'esprit que la négociation a toujours lieu à la lumière de ce qui se passerait en cas d'absence d'accord unanime. La possibilité d'une application forcée interclasse fait donc partie du décor de la négociation dès son premier jour.
343. Dès lors, un praticien des restructurations, qui serait en principe chargé de répartir les créanciers en classes distinctes si une application interclasse s'avérait nécessaire, devrait systématiquement être nommé, pour informer les créanciers le plus vite possible de la répartition qu'il entend retenir si nécessaire³⁷⁷. A cet égard, il semble souhaitable de faire usage de l'option ouverte par l'article 5(2) et prévoir une désignation systématique des praticiens des restructurations³⁷⁸.

septembre 2017, 154 et suiv.; B. Wessels et R. de Weijs, « Proposed Recommendations for the Reform of Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code », *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper* 2015, n° 37 (2015): 9.

³⁷⁶ V. LJ Rusch, « Gerrymandering the Classification Issue in Chapter Eleven Reorganization », 1992, 63 UCoLR 43-64.

³⁷⁷ Sur le rôle important joué par les administrateurs judiciaires dans les procédures collectives françaises actuelles et l'évolution historique de ce rôle, v. Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, chap. 42 et 43.

³⁷⁸ Nous ne partageons pas, à cet égard, la critique de Eidenmueller, v. Eidenmueller, « The Rise and Fall of Regulatory Competition in Corporate Insolvency Law in the European Union », 16: « This requirement restricts contractual freedom, reduces flexibility and makes the restructuring process more complicated and costly. Engaging advisors or experts should have been left to the participating stakeholders as it is in a Chapter 11 or a Scheme of Arrangement process ».

344. Le praticien pourrait également jouer d'une certaine façon le rôle d'« ombudsman de la valorisation »³⁷⁹ pour arbitrer entre les valorisations divergentes proposées par les créanciers senior et les créanciers juniors³⁸⁰, et réduire ainsi l'incertitude de la valorisation retenue lorsque le juge devra confirmer le plan³⁸¹.
345. Le même raisonnement s'applique à l'option offerte par l'article 9(5) de la directive d'une validation définitive de la répartition en classes à un stade antérieur à celui de l'approbation du plan par l'autorité judiciaire. Cette option semble souhaitable, dans la mesure où elle contribue à augmenter la prévisibilité de l'issue de la procédure³⁸².

³⁷⁹ V. Paterson, « Bargaining in financial restructuring: market norms, legal rights and regulatory standards », 359.

³⁸⁰ V. Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 37: « Senior claimants have incentives to undervalue the business, since that enables them to claim a greater proportion of its post restructuring value, whereas junior claimants have corresponding incentives to overvalue it ».

³⁸¹ Notons aussi que la désignation d'un praticien de restructurations s'impose eu égard au fait que le principe des restructurations DIP augmente le risque de comportements opportunistes de la part des débiteurs, notamment dans les sociétés à actionnariat concentré. V. J. Armour, G. Hertig, K. Kanda, « Transactions with Creditors » in J. Armour, L. Enriques et al., « The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach » (OUP, 2018): 109 – 114.

³⁸² Cette option semble d'autant plus importante que la distribution finale des créanciers par classes est un art plutôt qu'une science, de sorte que même les juridictions où le vote par classe existe depuis longtemps souffrent d'une certaine imprévisibilité, qui ne peut être levée que par une décision définitive en amont. V. s'agissant de la répartition des créanciers en classes dans le cadre des procédures du Chapter 11, LJ Rusch, « Gerrymandering the Classification Issue in Chapter Eleven Reorganization », 1992, 63 UCoLR 43-64 ; PE Meltzer, « Disenfranchising the Dissenting Creditors through Artificical Classification or Artificial Impairment », 1992, 66 ABLJ 281 – 321.

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

346. Pour qu'une solution alternative à la liquidation du débiteur puisse être imposée malgré l'absence d'un accord unanime de ses créanciers, elle doit être à la fois plus efficace pour l'ensemble des parties prenantes, et ne pas porter préjudice aux intérêts de certaines d'entre elles. Autrement, les négociateurs hypothétiques *ex ante*, s'imaginant dans la position des parties prenantes les moins favorisées, ne seraient pas en position de l'accepter.
347. Une protection adéquate dans ce sens nécessite que plusieurs tests soient satisfaits. Il s'agit de s'assurer que l'ouverture des procédures collectives ne comporte aucune modification des droits matériels des parties prenantes³⁸³. Autrement, certaines parties seraient incitées à chercher stratégiquement l'ouverture des procédures et d'autres à l'éviter, pour profiter des différentes redistributions de richesses subséquentes³⁸⁴.

5.1. Le “best interest of creditors test”

348. La traduction immédiate de l'exigence ainsi exposée est le « best interest of creditors test », qui énonce qu'un créancier contestataire ne doit pas être moins bien traité dans un plan de restructuration que dans la situation alternative où le plan n'aurait pas été approuvé (c'est-à-dire en cas de liquidation)³⁸⁵.

³⁸³ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 33: « the first rule of a collective proceeding designed to serve bankruptcy law's historic role is that it should take the value of entitlements as it finds them. The difficult substantive issue of whether those entitlements are correct is an important question, but it is not a bankruptcy question ».

³⁸⁴ V. Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 21: « This limited definition of the concept allow Jackson and Baird to avoid legal-political debate on the desirability of adjusting the material rights of creditors in the even of the debtor's insolvency and to limit themselves to a relatively clear efficiency analysis: a comparison between enforcing material claims through an uncoordinated cascade of individual enforcement actions and enforcing those claims through a coordinated collective enforcement procedure ».

³⁸⁵ La manifestation emblématique de ce test trouve sa source dans le droit américain, où il existe depuis 1898 s'agissant des créanciers chirographaires et depuis 1978 pour les créanciers munis de sûretés. V. Jonathan Hicks, « Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations », *Nevada Law Journal* 5, n° 3 (1 mars 2005). V. pour un intéressant premier commentaire français du « best interest of creditors test », Mathias Houssin, « Le test du respect des intérêts des créanciers ou « best interest test » », *Rev. proc. coll.*, n° 4 (2018): étude n°19. Le droit français prévoit actuellement, à l'article L. 626-31 du Code de commerce, que le juge arrêtant le plan de sauvegarde doit s'assurer que « les intérêts de tous les créanciers sont suffisamment protégés ». Cette notion est jugée par la doctrine « bien vague » et ne semble pas offrir une sécurité juridique suffisante aux créanciers. V. sur cette notion, Lienhard, *Procédures collectives 2019-2020*, n° 82.41.

349. C'est dans les mêmes termes que la Directive Restructuration importe ce concept issu du Chapter 11. Le critère est défini à l'article 2(6) : « un critère qui vérifie qu'aucun créancier dissident ne se trouve dans une situation moins favorable du fait du plan de restructuration que celle qu'il connaîtrait si l'ordre normal des priorités en liquidation établi par le droit national était appliqué, *soit dans le cas d'une liquidation*, que cette dernière se fasse par *distribution des actifs ou par la cession de l'entreprise en activité*, soit dans le cas d'une *meilleure solution alternative* si le plan de restructuration n'était pas validé ».
350. L'analyse contrefactuelle exigée par ce test n'est pas chose facile, car les termes qui doivent être comparés sont difficilement saisissables.
351. S'agissant tout d'abord de la liquidation hypothétique, il faut imaginer à la fois quel serait le prix de cession des actifs, sans recourir à une vente effective sur le marché, et quelle serait la répartition des sommes obtenues entre les créanciers. Comme nous allons le voir, la mise en place du « *best interest of creditors test* » sera particulièrement problématique dans des juridictions comme la France, où l'ordre de répartition est très sensible aux circonstances factuelles de la liquidation³⁸⁶.
352. Notons encore que depuis la lecture du Conseil, la comparaison doit s'opérer soit avec une liquidation hypothétique, soit avec la « meilleure solution alternative » en l'absence d'approbation du plan. Or, la restructuration n'est justifiée, nous l'avons vu, que dans la mesure où c'est une meilleure alternative à la liquidation du débiteur. Comment envisager, alors, ces solutions alternatives ? Ce rajout ne se comprend que dans un régime où les procédures préventives sont accessibles même si l'insolvabilité du débiteur peut être évitée par d'autres moyens, dans quel cas l'alternative à l'approbation du plan n'est pas forcément la liquidation.
353. On pourrait aussi considérer que la « meilleure alternative » vise en réalité un plan de restructuration alternatif. Une telle comparaison rendrait néanmoins la procédure beaucoup trop complexe, dans la mesure où plusieurs plans devraient systématiquement être présentés. Cela reviendrait en effet à exiger une preuve d'inexistence d'un plan sous lequel le créancier est mieux traité, preuve difficile s'il en est.
354. S'agissant ensuite du traitement du créancier dans le cadre du plan proposé, son appréciation est particulièrement compliquée lorsqu'il s'agit

³⁸⁶ V. pour une critique du traitement illisible des sûretés en cas de procédure collective en France, Vermeille et Bézert, « Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : Comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ? »; Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives »; Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « Pour une réforme cohérente du droit des sûretés et de la loi de sauvegarde dans une approche d'harmonisation franco-allemande », *Rev. proc. coll.*, 2018, dossier 23.

d'une conversion forcée de la dette en capital. Cela exige, en effet, des prédictions sur la performance future de l'entreprise³⁸⁷. De plus, il faut prendre en considération tous les facteurs idiosyncratiques liés à chaque créancier, tels que sa tolérance du risque, son horizon habituel d'investissement et besoins de liquidité. Or, comme nous l'avons souligné, en l'absence d'un marché secondaire suffisamment développé, obliger les créanciers à continuer le financement de l'entreprise n'est pas chose anodine et doit être manié avec précaution³⁸⁸.

5.2. Le traitement équitable des classes dissidentes

355. Pour les raisons évoquées, la satisfaction du « best interest of creditors test » n'est point suffisante. Même si les incertitudes du test pouvaient être levées, un plan qui le satisfait pourrait aboutir à un transfert indu de richesses, dans la mesure où certains créanciers recevraient leur part de la valeur liquidative hypothétique alors que le surplus *going concern* serait capté par d'autres créanciers, voire par des associés³⁸⁹.
356. Il est raisonnable de supposer qu'une telle hypothèse serait rejetée par les négociateurs hypothétiques *ex ante* : s'ils acceptent de ne pas être intégralement payés, ce n'est pas pour faire un cadeau à d'autres parties prenantes. Cette intuition traduit l'exigence que les classes dissidentes soient traitées d'une manière équitable. Au fond, il s'agit de s'assurer que

³⁸⁷ V. pour le test sous Chapter 11, Nicholas Regoli, « Confirmation of Chapter 11 Bankruptcy: A practical guide to the best interest of creditors test », *TJBL*, n° 41 (2005): 1; V. McCormack et Wan, « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws », 21: « Valuation experts, however eminent or distinguished their qualifications, are not able to forecast future economics with perfect precision ».

³⁸⁸ V. dans le contexte de la réforme au Singapour, « Report of the Insolvency Law Review Committee: Final Report » (Insolvency Law Review Committee (Singapour), 2013), 155-56: « comparative valuations between rescue and liquidation are often speculative or in some cases nuanced to make rescue sound more attractive », ce qui exige « a high threshold of proof ».

³⁸⁹ V. Rolef de Weijs, Aart Jonkers, et Maryam Malakotipour, « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing "relative priority" », *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper*, 2019, 7: « In case a company is facing liquidation with an estimated liquidation value of 400, the secured creditors with a secured claim of 350 would receive 350 and the unsecured creditors would have to share the remaining 50. If unsecured creditors together have a claim of 400, this would result in 12.5% payout... If the 'best interest of creditors'test would be the only test and the court would have the power to overrule an entire class, creditors can be forced to be content with any higher distribution than the low water mark (12.5%) of their expected pay out in case of liquidation... The entire starting point is, however, that the company needs to be saved because the company is worth more going concern than liquidated, for example 700. If the higher going concern value of 700 is put in the balance sheet after a debt write down to 15% this results in positive equity with a value of 290. Who gets the 290 generated by the reorganisation? »

les parties prenantes ont le droit de partager la plus-value de restructuration selon l'ordre des priorités, et non pas seulement la valeur liquidative.

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

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

357. Toutes les parties prenantes d'une entreprise y ont un intérêt, dans la mesure où ils participent au financement de son activité. Ces intérêts sont structurés selon un ordre, dont dépend à la fois le risque sous-jacent et le retour sur investissement espéré. Autrement dit, cet ordre définit le coût pour le débiteur de chaque couche de financement.

358. L'accord sur la distribution de la valeur de l'entreprise en cas d'événement de liquidation est donc une condition essentielle de la finance contemporaine³⁹⁰. Un tel événement de liquidation intervient lorsque le débiteur ne peut pas honorer ses dettes. Alors, ses actifs sont vendus d'une manière isolée ou, alternativement, l'entreprise toute entière est vendue à un tiers. Les sommes perçues sont dans ce cas distribuées selon l'ordre des priorités négocié ou accepté par les différentes parties prenantes³⁹¹.

359. Or, rien ne justifie *a priori* que la situation soit différente si, au lieu d'être cédée à un tiers, l'entreprise est cédée à ses créanciers, ce qui est la mesure phare des restructurations financières. L'ordre des priorités prévu pour le cas de liquidation du débiteur devrait être la règle par défaut, par rapport à laquelle les parties prenantes considéreront si l'alternative proposée par une procédure préventive est en effet dans leur intérêt.

360. La traduction de ce souci, qui semble être de bon sens économique et correspondre aux pratiques de valorisation des coûts de différents types de

³⁹⁰ V. Douglas Baird et Thomas Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », *University of Chicago Law Review* 55, n° 3 (1988): 740: « Part of the initial bargain among those who contribute capital to a firm is an agreement about how assets of the firm will be divided if there is a day of reckoning on which everyone's ownership interest is valued. In most firms, one set of owners will take before others. Debt will be paid before equity. In many firms, there are multiple layers of ownership ».

³⁹¹ V. Baird et Jackson, « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy », 112: « that rights are hierarchically arranged merely reflects the different bargain each interest holder has struck in acquiring those rights ».

financement des entreprises, est la règle de priorité absolue³⁹². En cas d'événement alternatif de liquidation de l'investissement, c'est-à-dire en cas de restructuration, toutes les possibilités futures d'évolution de la situation du débiteur sont ramenées au présent³⁹³. En conséquence, la richesse telle qu'elle existe au moment de la restructuration est distribuée entre les classes de créanciers selon l'ordre des priorités³⁹⁴.

361. Au-delà de cette justification théorique, le respect des règles de priorité en cas de restructuration répond à des arguments d'efficacité économique.
362. Tout d'abord, son respect évite d'inciter certaines parties prenantes à procéder à des manœuvres stratégiques en faveur d'un type d'événement de liquidation de leur investissement plutôt qu'un autre. Si entre les deux alternatives (c'est-à-dire la restructuration et la procédure de liquidation) les droits substantiels des parties n'étaient pas respectés de la même manière, certains créanciers auraient intérêt à favoriser l'une plutôt que l'autre³⁹⁵. Autrement dit, les intérêts des différentes parties prenantes ne seraient pas alignés, mais mis en concurrence dans la mesure où l'ouverture de la procédure, et le plan qui peut finalement en sortir, pourrait améliorer la position relative de certaines par rapport aux autres ; toutes les parties seraient donc incitées à procéder à un arbitrage plutôt qu'à collaborer, ce qui ne semble pas acceptable du point de vue de la négociation hypothétique fonctionnaliste.
363. Le respect de l'ordre des priorités permet en revanche de réduire les risques de ce type de comportement opportuniste et abusif, notamment de la part

³⁹² Sur les insuffisances actuelles du régime français des répartitions des sommes entre les créanciers dans les procédures collectives françaises, v. Maxence Guastella, *Les grands principes des répartitions dans les procédures collectives* (L'Harmattan, 2019).

³⁹³ V. Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », 1937.

³⁹⁴ V. Baird et Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », 742: « As applied to these cases, the absolute priority rule simply restates the idea of a layered ownership structure in which one owner has bargained for the right to be paid before others ». Cela n'empêche pas une majorité au sein d'une classe de créanciers, si elle est bien constituée, d'accepter une dérogation de l'ordre normal des priorités. V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5: « A departure from the applicable priority rules may be permitted if a majority within each class that receives less than it should, consents to such treatment. The proposed solution can then be deemed to be in the interest of the class. This can for instance be the case if the proposed solution avoids a time consuming and costly valuation dispute ».

³⁹⁵ V. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 20.

les *insiders* qui peuvent anticiper plus facilement les issues des différentes procédures envisageables³⁹⁶.

364. Ensuite, le respect de cette règle augmente la prévisibilité du traitement de tous les créanciers et diminue, ainsi, le coût du financement *ex ante* de l'entreprise. Il suffit d'imaginer l'alternative pour s'en convaincre. Si la restructuration pouvait déroger à l'ordre de priorités négocié entre les investisseurs, ces derniers devraient prendre en compte le risque d'une telle dérogation dans le calcul du prix exigé pour leur investissement.
365. Enfin, pendant les négociations de restructuration, le respect de l'ordre des priorités joue un rôle très utile : c'est cette règle qui assure la distribution des cartes initiales entre les différentes parties prenantes³⁹⁷. Autrement dit, elle indique qui a droit à quoi par défaut, sans les empêcher de négocier une redistribution si elle apparaît nécessaire³⁹⁸. Si une telle distribution par défaut n'avait pas lieu et que les parties devaient tout négocier à partir de zéro, les coûts transactionnels trop importants empêcheraient tout accord d'émerger³⁹⁹.

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

366. Traditionnellement, l'on exprime la règle de priorité, dont la nature vient d'être expliquée, en affirmant simplement qu'une classe dissidente de créanciers doit être intégralement désintéressée avant qu'une classe de rang inférieur ne puisse bénéficier des répartitions ou conserver un intéressement dans le cadre d'un plan de restructuration⁴⁰⁰. Or, au vu de

³⁹⁶ V. la lettre adressée aux législateurs européens, Rolef de Weijts, « Preventive Restructuring Framework and the last moment introduction of Relative Priority (letter) », 20 mars 2019, 4: « Shareholders (would) be able to opportunistically orchestrate the need for reorganization and retain value at the cost of creditors ».

³⁹⁷ V. Jonathan C. Lipson, « The secret life of priority. Corporate Reorganization after Jevic », *Washington Law Review* 90 (2018): 672: « Although the APR is largely viewed as a distributive principle, it also has important participatory effects because it can force (or induce) plan bargaining. »

³⁹⁸ V. Baird et Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », 741: « The rules must tell us how these negotiations are to be conducted and whose consent is needed to renegotiate the original ordering of ownership interests »; Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain ».

³⁹⁹ C'est en effet l'enseignement de l'analyse fondamentale de Coase, car si la distribution initiale des droits ne compte pas dans un monde sans coût transactionnels, le monde réel a bien de tels coûts. V. Coase, « The Problem of Social Cost »; Dans le contexte des négociations de restructuration, v. Baird et Jackson, « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule », 755: « We argue that, notwithstanding the costs that everyone suffers if the bargaining breaks down, the bilateral negotiations that follow a default are useful... This description of rights on default seems consistent with the initial bargain one typically sees ».

⁴⁰⁰ V. Section 1129(b)(2)(B) du US Bankruptcy Code: «(i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as

la justification économique de la règle, il semble qu'une telle formulation n'est pas suffisante⁴⁰¹.

367. Un exemple schématique permet d'en rendre compte. Soit un débiteur qui a une dette senior de 10 et une dette junior de 10. La valeur liquidative de l'entreprise est de 10. La valeur de restructuration est de 20. Le plan de restructuration valorise l'entreprise à 20, mais attribue l'intégralité de cette valeur au débiteur senior. Rien n'empêche que ce plan soit approuvé : le « best interest of creditors test » n'aide en rien le créancier junior, qui n'aurait rien reçu en cas de liquidation ; la règle de priorité absolue telle que formulée dans le paragraphe précédent ne peut lui fournir un secours dans la mesure où elle protège les intérêts du créancier senior et non ceux du créancier junior.
368. C'est à la lumière d'un tel résultat absurde (et certainement inacceptable dans le cadre de la CBT) qu'il a de longue date été accepté aux États-Unis qu'un corollaire nécessaire de la règle de priorité absolue est la règle selon laquelle les créanciers senior ne peuvent pas recevoir plus que 100% de la valeur de leur créance⁴⁰². Ce corollaire de bon sens économique ne peut pas être oublié.
369. Un deuxième exemple schématique permet de voir une autre insuffisance de la formulation initiale. Le débiteur a deux groupes de créanciers de même rang en cas de liquidation, chacun avec une créance de 10. Les deux groupes ont, néanmoins, des intérêts différents par ailleurs, de nature à justifier leur répartition en deux classes distinctes⁴⁰³. La valeur de liquidation de l'entreprise est 5, sa valeur de restructuration est 10. Un plan est alors proposé, qui attribue toute la valeur de restructuration à l'un de deux groupes. Là encore, si le plan est approuvé, la règle de priorité dans sa formulation initiale n'est d'aucun secours.
370. C'est la raison pour laquelle la règle de priorité absolue est complétée, sous le Chapter 11, par une règle de traitement équitable des classes de

of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or (ii) the holder of any claim or interest *that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property*”.

⁴⁰¹ V. pour la critique et les exemples utilisés plus bas, Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5.

⁴⁰² V. In Re Genesis Health Ventures, Inc. 266 BR 591, 612 (Bankr D Del 2001): “A corollary of the absolute priority rule is that a senior class cannot receive more than full compensation of its claims”.

⁴⁰³ Comme il a été souligné, il est nécessaire que la répartition tienne compte à la fois des rangs et des sorts des créanciers selon les termes du plan proposé. Dès lors, le seul fait que deux groupes par ailleurs égaux reçoivent un traitement différent justifie qu'ils soient placés en deux classes différentes.

créanciers de même rang⁴⁰⁴. S'il y a des bonnes raisons de distribuer les créanciers de même rang en différentes classes eu égard à leurs intérêts particuliers, il peut aussi y avoir des bonnes raisons de ne pas traiter de manière parfaitement égale ces groupes de créanciers de rang égal : équitable n'est pas égal. Simplement, il faut que toute différence à cet égard soit justifiée⁴⁰⁵.

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

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

372. Depuis plusieurs années, certains auteurs soulignent que la formulation tripartite de la règle de priorité absolue que nous venons d'exposer n'est pas la meilleure expression de la justification économique sous-jacente. Ils proposent, donc, ce qu'ils appellent une règle de priorité « relative », qui est en effet une règle de priorité absolue dont l'application est décalée dans le temps⁴⁰⁶.
373. L'argument repose sur l'observation qu'il y aurait une différence fondamentale entre la vente de l'entreprise aux tiers sur le marché (liquidation) et la vente de l'entreprise aux créanciers (restructuration). La première est très clairement un jour de jugement ultime : la valeur de l'entreprise est cristallisée par une vente réelle et il ne reste qu'à faire les comptes et distribuer les sommes obtenues. Finalement, il s'agit de la meilleure option pour toutes les parties prenantes, si le marché financier est suffisamment profond et liquide pour le permettre, ce qui explique en

⁴⁰⁴ V. Section 1129(b)(1) de US Bankruptcy Code : "... shall confirm the plan notwithstanding the requirements of such paragraph if the plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan".

⁴⁰⁵ Une jurisprudence fournie s'est développée aux États Unis à ce sujet. Par exemple, il peut y avoir des bonnes raisons économiques de traiter différemment les partenaires économiques essentiels, tels les fournisseurs, par rapport à d'autres créanciers chirographaires, v. les exemples cités dans, Tollenaar, *Pre-Insolvency Proceedings*, 131 et suiv.

⁴⁰⁶ V. Anthony J. Casey, « The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11 », *University of Chicago Law Review* 78, n° 3 (2011): 759; Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain »; Baird, « Priority Matters ».

partie pourquoi les procédures de *Chapter 11* aboutissent le plus souvent à une cession *going concern* plutôt qu'à une véritable réorganisation⁴⁰⁷.

374. La deuxième, en revanche a lieu sans recours au marché, et est fondée sur une valorisation *going concern* hypothétique. Or, cet exercice est fort hasardeux et incertain⁴⁰⁸. Deux aspects découlent de cette observation.
375. Tout d'abord, les parties prenantes sont incitées à une guerre des valorisations, dont l'incertitude pèse sur les négociations en dehors des prétoires. La probabilité que le juge éventuellement saisi retienne une valorisation supérieure à celle soutenue par les *senior* par exemple offre à l'option du *junior* de forcer une telle valorisation une valeur positive, que le *senior* doit prendre en compte dans sa proposition de transaction, et ce même si le *junior* est *out of the money* selon les estimations du *senior*⁴⁰⁹.
376. Ensuite, si le juge doit finalement trancher une guerre des valorisations incertaines, l'affaissement de toutes les possibilités futures vers le moment présent et la distribution immédiate de la valeur de l'entreprise ainsi estimée semble problématique⁴¹⁰. En effet, un tel affaissement immédiat

⁴⁰⁷ V. Baird, « Priority Matters », 810.

⁴⁰⁸ V. Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », 1941: « The valuation problem in a reorganization case is fundamentally different from the one associated with valuing a lottery ticket. With a lottery ticket, the parties know the probabilities and payoffs with certainty. Risk-neutral investors will place the same value on the expected outcome. Collapsing future possibilities to present value is a matter of arithmetic. It yields a sum certain. A business, however, cannot be valued with such precision... The uncertainties associated with the factors affecting predictions about future cash flows and with determining the appropriate discount rate leave considerable room for skepticism about the value the expert arrives at for the business. In the end, such a valuation is nothing more than a guess compounded by an estimate ».

⁴⁰⁹ Ce comportement a de longue date été noté par les commentateurs des pratiques de restructuration aux États Unis. V. le classique James C. Bonbright et Milton M. Bergerman, « Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization », *Columbia Law Review* 28, n° 2 (1928): 161, qui soulignent que ces pratiques de négociation reflètent des solutions pragmatiques optimales dans un contexte où les valorisations sont incertaines et les parties désirent éviter les risques et coûts d'une valorisation judiciaire: « the adjustment of the claims of the various classes of securities on the basis of relative position rather than on the basis of a wiping out of equities effects an escape from the difficult, nay almost impossible, task of estimating in advance the probable values of the securities of the reorganized company in order to determine how much and what kind of securities must be offered to the senior bondholders to fully indemnify them for their investment in the old bonds. »; V. aussi, Baird, « Priority Matters », 822: « Both junior and senior creditors will take account of this departure from absolute priority in their negotiations. Valuation variance itself creates option value, and this option value will be cashed out in any deal they strike... Valuation variance is just one way in which junior creditors can take advantage of the bankruptcy judge being imperfectly informed about the value of the firm. »

⁴¹⁰ V. Baird, « Priority Matters », 786: « Much of the complexity and virtually all of the stress points of modern Chapter 11 arise from the uneasy fit between its starting place (absolute

néglige ce qu'on appelle la valeur de « l'option » des créanciers *junior*, dont les investissements sont garantis par la valeur résiduelle du débiteur⁴¹¹, sur un retour à meilleure fortune du débiteur, et trahit ainsi l'esprit de la règle de priorité absolue⁴¹². En substance, la distribution immédiate en dépit de la continuation de l'activité du débiteur signifie que les créanciers *senior* accepte de continuer à financer l'entreprise, mais force la sortie des créanciers *junior* de la structure capitalistique du débiteur⁴¹³.

377. Un exemple permet de le comprendre⁴¹⁴. Soit deux investisseurs, A et B, qui financent ensemble un projet sous la forme d'une société. Ils se mettent d'accord qu'une fois le projet fini, A aura droit à 150, alors que B captera tout ce qui dépasse cette valeur. A un moment, il apparaît que le projet à une probabilité de .5 de dégager à terme une valeur de 200 et une probabilité de .5 de dégager à terme une valeur nulle. A ce moment précis, donc, l'investissement de A a une valeur présente de 75, dans le sens où il serait rationnel pour un tiers de lui payer cette somme en échange de sa créance. Investissement, B en tant que créancier résiduel a une valeur présente de 25, qui traduit le fait qu'il y ait une probabilité de 0.5 que le projet apporte finalement 50 de plus que ce qui est nécessaire pour désintéresser A⁴¹⁵. Un événement intervient alors qui exige que le bilan de la société soit assaini. Il est décidé, alors, de procéder à une restructuration par une conversion de la dette de la société en capital. A quoi ont droit, alors, les deux investisseurs ?
378. Appliquer la règle de priorité absolue telle qu'exposée revient à ramener les prévisions sur la valeur future de l'entreprise au moment présent : puisque la valeur présente est de 100 (au vu de la distribution égale des probabilités entre 200 et 0 de valeur à terme), alors que A a droit à terme

instead of relative priority) and its procedure (negotiation in the shadow of a judicial valuation instead of a market sale). »

⁴¹¹ V. Casey, « The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11 ».

⁴¹² V. Baird, « Priority Matters », 821: « Whatever benefits absolute priority brings as a matter of theory may be lost in a regime that implements absolute priority with a judicial valuation. Modern Chapter 11's commitment to bargaining in the shadow of a nonmarket valuation is, at some level, inconsistent with its commitment to absolute priority. »

⁴¹³ V. Baird, 790-91: « Outside of bankruptcy, senior creditors facing a debtor in default sometimes prefer to maintain their stake in the firm rather than insist on a sale to a third party. They choose to waive their right to declare a default and repossess collateral. When they do this, however, they must allow junior creditors to remain in place. Outside of bankruptcy, they cannot simultaneously keep their stake in the ongoing business and eliminate those junior to them in the capital structure. »

⁴¹⁴ L'exemple est emprunté à Baird, 792 et suiv.

⁴¹⁵ V. Baird, 793: « The possibility that the project might ultimately be worth more than what is owed the senior investor gives option value to the junior investor's stake. A rational investor would be willing to pay up to \$25 for the option to acquire the project in a year from the senior investor in exchange for \$150 ».

à 150, l'intégralité des titres lui seraient attribués. La valeur de l'option de B, évaluée à 25, est donc écrasée. De plus, si à terme l'entreprise apporte effectivement 200, A capte 50 de plus que ce qui était prévu, ce qui correspond aussi au manque à gagner de B, dont les intérêts sont annulés au moment de la restructuration.

379. Alternativement, on pourrait accepter le caractère incertain de la valorisation hypothétique et préserver la valeur de l'option de B. Cela voudrait dire ne pas forcer une accélération du moment quand les comptes doivent être faits entre A et B⁴¹⁶. Par exemple, A pourrait recevoir l'ensemble des titres de la société, alors que B se verrait attribuer des instruments de retour à meilleure fortune lui permettant à terme de racheter les titres de A pour 150 et ainsi bénéficier de la plus-value de l'entreprise comme si la restructuration n'était pas intervenue.
380. Pour certains auteurs, un tel traitement de la restructuration permettrait d'éviter que des fluctuations du *business-cycle* aboutissent à un transfert des richesses entre les deux types d'investisseurs⁴¹⁷.
381. D'autres auteurs y voient un moyen de simplifier les négociations entre les parties prenantes en réduisant les conflits d'intérêt en présence⁴¹⁸, dans la mesure où sont évitées les guerres de valorisation⁴¹⁹. Les conflits auxquels sont soumis d'habitude les dirigeants se trouveraient également soulagés, dans la mesure où les actionnaires en place, même *out of the money*, ne risqueraient pas à voir leurs options à jamais effacées et auraient ainsi

⁴¹⁶ V. Baird, 793: « Options are a component of every investment instrument. Whenever one investor has priority over another, whether absolute or relative, the junior investor has what is in effect a call option. The junior investor has the ability, set out in the investment instrument, to terminate the rights of the senior investor by paying her off. This call option is the right to buy a particular position for a fixed price. Like a call option on any asset, it is defined by a strike price and an exercise date. The strike price is simply the amount owed the senior investor. The exercise date sets the time when the holder of the option must decide whether to exercise the option. The essential difference between absolute and relative priority is the effect of bankruptcy on the exercise date of the call-option component of the junior investment instrument. Under absolute priority, the bankruptcy accelerates the exercise date; a regime of relative priority leaves it untouched ».

⁴¹⁷ V. le rapport de l'ABI, qui recommande l'introduction d'une telle règle de priorité relative, « ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11 » (American Bankruptcy Institute, 2014).

⁴¹⁸ V. Casey, « The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11 ».

⁴¹⁹ V. Bernstein et Baird, « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain », 1930: « it may well be easier to reach agreement if the day of reckoning can be postponed for a time through designing a distribution mechanism that to some extent preserves the option value of the junior investor's position. »

moins de raison d'éviter l'ouverture des procédures par hypothèse favorables aux intérêts des créanciers⁴²⁰.

382. Ces différentes raisons laissent penser que l'esprit de la règle de priorité serait mieux servi, et la négociation entre les parties prenantes à sa lumière facilitée, si sa formulation traditionnelle était appliquée en cas de cession de l'entreprise ou des actifs à un tiers, tandis que la formulation en termes de priorité « relative » était privilégiée lors des véritables restructurations de la structure capitalistique du débiteur.
383. La difficulté, dans ce scénario, serait qu'il en résulterait une incitation des créanciers *senior* à faire un arbitrage en faveur d'une cession immédiate dès lors qu'ils sont désintéressés, quitte à limiter ainsi le désintéressement auquel peuvent espérer les créanciers subordonnés. Autrement dit, les créanciers *senior* pourraient user de leur pouvoir de contrôle sur les négociations de restructuration pour accélérer ces dernières et limiter ainsi la quantité et la qualité de l'information qui est communiquée au juge, afin de liquider leur investissement le plus vite possible⁴²¹.
384. La possibilité d'un tel arbitrage, néanmoins, semble irréductible et la seule protection contre des décisions potentiellement préjudiciables pour certaines classes de créanciers semble résider dans le *best interest of creditors test*, qui ne prémunit pas, toutefois, contre les difficultés que la potentialité de cet arbitrage engendre pendant les négociations entre les créanciers.

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

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

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

386. Le projet initial tel que proposé par la Commission prévoyait en son article 11(1)(c) qu'un plan de restructuration ne pouvait être approuvé par le juge suivant une application forcée interclasse que s'il respectait la règle de

⁴²⁰ V. pour un argument dans ce sens, Douglas G Baird et Robert K. Rasmussen, « Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations », *Virginia Law Review* 87 (2001): 921-59.

⁴²¹ V. Baird, « Priority Matters », 826.

priorité absolue. La définition de cette dernière se trouvait dans l'article 2(10) : « la règle selon laquelle une classe dissidente de créanciers doit être intégralement désintéressée avant qu'une classe de rang inférieur ne puisse bénéficier des répartitions ou conserver un intéressement dans le cadre du plan de restructuration ».

387. Il s'agissait, donc, de la formulation classique de la règle de priorité absolue, que nous avons déjà commentée. En revanche, les commentateurs ont vite souligné que les deux autres règles garantissant un traitement équitable de toutes les classes de créanciers étaient absentes⁴²².
388. Ainsi, la règle interdisant qu'une classe de créanciers reçoive plus que le montant total de ses créances n'apparaissait que dans le considérant 28, formulée d'une manière clairement inspirée du modèle américain⁴²³. En revanche, la règle n'apparaissait nulle part dans la partie normative du projet initial. On pouvait espérer, toutefois, que les législateurs et les tribunaux n'auraient pas ignoré sa consécration dans des termes clairs par le considérant et l'auraient suivie lors des transpositions nationales.
389. En revanche, la règle prévoyant un traitement équitable entre des classes de créanciers de même rang n'apparaissait nulle part. Aucun principe d'égalité de traitement même entre les créanciers de même rang n'était prévu.

5.2.2.2. La règle de priorité relative introduite par le Conseil

390. Depuis la lecture du Conseil, un glissement important a eu lieu dans la définition de la règle de priorité dans le texte de la directive. Sans le mentionner parmi les « éléments principaux » du compromis trouvé entre le Conseil et le Parlement dans sa version du 17 décembre 2018, le Conseil a effacé la définition de la règle de priorité absolue de l'article 2 et a introduit des modifications substantielles dans l'article 11, gardées dans la version finale⁴²⁴.

⁴²² V. Tollenaar, « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) », 5.

⁴²³ V. considérant 28 du projet initial : « La règle de priorité absolue sert de base pour la valeur à répartir entre les créanciers dans le cadre de la restructuration. Corollaire de cette règle, aucune classe de créanciers ne peut recevoir ou conserver, au titre du plan de restructuration, des intérêts ou avantages économiques excédant le montant total des créances ou des intérêts de cette classe. »

⁴²⁴ Ces modifications ont fait l'objet d'importantes critiques de la part d'une partie de la doctrine, notamment néerlandaise, au point de mettre en péril l'adoption de la Directive Restructuration elle-même. Il semblerait que si ces modifications ont finalement été retenues, c'est parce que « l'offensive » de ces auteurs a commencé trop tard pour pouvoir aboutir à des amendements de dernière minute. V. pour la critique, not. Weijs, Jonkers,

391. La première modification est salutaire, consacrant formellement le corollaire de la règle de priorité absolue dans l'article 11(1)(d) : « aucune classe de parties affectées ne peut, dans le cadre du plan de restructuration, recevoir ou conserver plus que le montant total de ses créances ou intérêts ».
392. L'autre l'est beaucoup moins. Désormais, la règle de priorité consacrée par défaut est formulée à l'article 11(1)(c), qui prévoit qu'une application forcée interclasse ne peut être admise par un juge qu'à la condition que « les classes dissidentes de créanciers affectés autorisées à voter soient traitées *d'une manière au moins aussi favorable* que toute autre classe de même rang et d'une *manière plus favorable* que toute classe de rang inférieur ».
393. Cette règle de priorité permet ainsi de négliger l'ordre des priorités dès lors que les créanciers senior sont traités d'une meilleure manière que les créanciers qui leur sont subordonnés (y compris, et notamment, les associés), sans qu'il soit précisé ce que « plus favorable » voudrait dire.
394. Deux types différents de considérations semblent fonder cette approche. D'une part, certains auteurs la justifient en affirmant que le surplus de restructuration n'appartient simplement pas aux créanciers. D'un point de vue strictement juridique, ces derniers n'auraient le droit de partager que la valeur liquidative des actifs du débiteur. Tout ce qui dépasse cette valeur liquidative appartiendrait alors aux associés, dont le patrimoine est à l'abri des créanciers du débiteur. Il n'y aurait alors aucun problème, selon ces auteurs, à violer les règles strictes de priorité s'agissant des montants qui dépassent ce que peut espérer chaque créancier en cas de liquidation immédiate⁴²⁵.
395. Nous avons longuement expliqué pourquoi une telle distinction entre des procédures « préventives » et des procédures collectives ne nous semble pas justifiée du point de vue d'une analyse économique. Les procédures préventives ne sont qu'une alternative aux procédures collectives « formelles », et doivent poursuivre les mêmes objectifs. Si l'ouverture des procédures préventives aboutit à nier un ordre de priorités explicitement

et Malakotipour, « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing “relative priority” ».

⁴²⁵ V. not. Madaus, « Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans », 7: « It is quite obvious that creditors are not entitled to a reorganisation surplus value by the legal position based on their claim against a debtor as equity interest is not part of the debtor's estate and thus not part of a creditor's entitlement under the law of execution or insolvency law. Creditors may liquidate all the assets of the debtor, which may lead to a sale of the debtor's business. If the auction price reflects a going concern value of the business, it is to be distributed among creditors only. This auction option creates a liquidation level that is guaranteed to every creditor under insolvency law as well as by their right of property under constitutional law. In a plan confirmation hearing, the court applies a “best interest test” to ensure that no dissenting creditor receives less ».

négocié ou acceptées par les parties prenantes, il serait, pour emprunter l'expression de quelques auteurs, porté atteinte au tissu même du droit privé européen⁴²⁶.

396. D'autre part, certains auteurs à l'origine de la règle de priorité relative européenne semblent y voir un moyen de faciliter les négociations de restructuration. L'on trouve les traces de cet argument dans le rapport « Best practices » financé par l'Union européenne, dont les auteurs estiment que la règle de priorité absolue serait trop rigide et donnerait à certaines classes de créanciers un levier d'extorsion nuisible⁴²⁷. La règle relative permettrait en revanche de protéger suffisamment l'ordre des priorités tout en passant outre les oppositions injustifiées et destructrices de valeur⁴²⁸. Plus encore, et c'est là semble-t-il une motivation essentielle, une telle règle permettrait de distribuer une partie de la valeur de restructuration aux associés même s'ils sont *out of the money*, lorsque leur participation continue dans l'entreprise semble nécessaire pour sa réussite subséquente.
397. Les auteurs du rapport de l'Institut de droit européen (« EIL ») proposent le même argument et renvoient explicitement, à l'appui de leur approche, aux travaux du Prof. Baird sur la règle de priorité relative susmentionnés⁴²⁹. Or, la règle de priorité relative proposée par la Directive Restructuration ne correspond aucunement aux suggestions faites par Prof. Baird et Prof. Casey discutées précédemment. Dans une lettre adressée aux législateurs européens, Prof. Baird le souligne au-delà de tout doute⁴³⁰.

⁴²⁶ V. Weijs, Jonkers, et Malakotipour, « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing “relative priority” ».

⁴²⁷ V. Stanghellini et Paulus, « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law », 46: « It incentivises dissent from the plan so long as the dissentients expect the plan to receive sufficient support from claimants in other classes. Such dissentients would expect to free-ride on others' sacrifice by being paid in full while those others accepted a haircut. This makes confirmation of the plan less likely, however, since each class might in this way have some such incentive to dissent ».

⁴²⁸ V. Stanghellini et Paulus, 46: « The relative priority rule provides a more realistic alternative, ensuring fairness for dissentients by protecting their relative position against all other affected stakeholders but without creating hold-out incentives »; V. aussi, en faveur d'une règle de priorité relative, Madaus, « Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law », 615.

⁴²⁹ V. Wessels et Madaus, « Rescue of Business in Insolvency Law », 334.

⁴³⁰ V. la lettre du Prof. Baird annexée Weijs, « Preventive Restructuring Framework and the last moment introduction of Relative Priority (letter) »: « it would be a serious mistake to equate relative priority as I and others conceive it with the idea that is being put forward in the latest European directive. Relative priority, properly understood, is altogether different from a regime in which senior stakeholders are entitled only to be treated more

398. Il nous semble que l'introduction de cette règle témoigne de nouveau des objectifs divergeant que poursuit la directive. En effet, si l'on entend créer des procédures dont le but est de mieux préserver les intérêts des parties prenantes, qui doivent elles-mêmes négocier un accord de restructuration, la règle de priorité relative ne se comprend point. Au lieu de faciliter les négociations, elle rend floues les positions de négociation initiales des créanciers et élargi le champ des accords possibles au-delà de ce qui peut être raisonnablement discuté entre les créanciers.
399. Chaque créancier est alors incité à tirer un peu plus de l'accord, sans qu'il existe des limites sensibles. Notamment, les créanciers juniors se voient accorder une position de *hold out* dans la mesure où ils pourraient espérer un meilleur traitement sous un autre plan, et ce notamment eu égard au fait que le « best interest of creditors test » vise désormais une comparaison avec la meilleure situation alternative si un plan n'était pas accepté.
400. Pour reprendre l'expression du Prof. Baird, c'est comme si les créanciers devaient jouer une partie de tennis sans avoir un filet⁴³¹. Il en résulterait une grande incertitude et le coût du financement *ex ante* des débiteurs ne manquerait pas à augmenter.
401. La règle de priorité relative ne se comprend que si l'on entend créer des procédures visant à « sauver » des entreprises coûte que coûte, même lorsque les créanciers ne croient pas à l'existence d'une plus-value de restructuration et s'y opposent. Ce n'est que dans ce sens que la règle relative peut « aider » : elle ne faciliterait pas les négociations entre les créanciers, mais la tâche du praticien des restructurations pour trouver et imposer l'accord qui lui semblerait raisonnable, en dépit de l'opposition des créanciers.
402. Si, comme nous l'avons soutenu, cette dernière approche des procédures préventives est à rejeter, la règle de priorité relative proposée par la directive doit l'être également.

5.2.2.3. La règle de priorité absolue dans sa dernière formulation

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

favorably than those junior to them... (it) fully respects the rights of senior creditors to be paid before junior creditors. It differs from absolute priority only in the way it identifies the time at which the rights of the players are assessed ».

⁴³¹ V. la lettre annexée Weijjs.

404. En effet, l'article 11(2) prévoit désormais que les créanciers senior doivent être « intégralement désintéressés par des moyens identiques ou équivalents » avant qu'une classe subordonnée puisse être payée.
405. Notons tout d'abord que la formulation actuelle est déficiente en ce qu'elle oublie encore la nécessité de traiter d'une manière équitable les créanciers de même rang. Rien n'interdit, néanmoins, de prévoir une telle exigence⁴³².
406. Ensuite, une large marge de manœuvre est laissée aux législateurs nationaux pour apprécier ce que veut dire « désintéressement intégral »⁴³³ et « moyens équivalents »⁴³⁴, ce qui permettrait par exemple de payer les juniors dès lors que les seniors ont reçu des sûretés jugées efficaces⁴³⁵.
407. De plus, tout comme sous le Chapter 11 américain, des exceptions pourraient être admises lorsqu'elles sont équitables, par exemple au profit des fournisseurs essentiels de l'entreprise⁴³⁶. Rien ne semble interdire, dans certains cas, de s'appuyer sur cette exception pour distribuer une partie de la valeur de restructuration aux associés eux-mêmes, lorsque c'est justifié par leur apport « en nature » (leurs connaissances idiosyncratiques par exemple) à la réussite subséquente de l'entreprise. La possibilité d'une telle exception répond d'une manière satisfaisante aux soucis des rédacteurs de la règle de priorité « relative » de la directive.

5.3. Protection des créanciers contre un comportement abusif du débiteur

408. Quelques brèves précisions s'imposent, enfin, s'agissant des protections plus larges des créanciers contre les comportements abusifs du débiteur,

⁴³² Notons à cet égard que la formulation de la règle proposée aux Pays Bas pour les nouvelles procédures de restructuration préventive répond à ce souci, car elle vise la distribution de la plus-value de restructuration elle-même selon l'ordre des priorités. V. Clifford Chance client memo, Revised Draft "Dutch Scheme (WCO II)", 2017.

⁴³³ V. considérant 55 : « Les États membres devraient disposer d'une marge d'appréciation en ce qui concerne l'application de la notion de "désintéressement intégral", y compris pour ce qui est du calendrier du remboursement, pour autant que le montant en principal de la créance et, dans le cas de créanciers garantis, la valeur de la sûreté soient protégés. »

⁴³⁴ V. considérant 55 : « Les États membres devraient également être en mesure de choisir les moyens équivalents qui permettraient d'acquitter intégralement la créance initiale. »

⁴³⁵ V. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », 2200.

⁴³⁶ V. considérant 56 : « Les États membres devraient pouvoir déroger à la règle de la priorité absolue, par exemple lorsque ... des fournisseurs essentiels visés par la disposition relative à la suspension des poursuites individuelles soient payés avant des classes de créanciers de rang supérieur ». Cette précision a été introduite à la suite des critiques de la trop grande rigidité de la règle de priorité absolue, v. Dammann et Sénéchal, *Le droit de l'insolvabilité internationale*, n° 2293.

qui ne découlent pas à proprement parler de la CBT⁴³⁷, car il ne s'agit pas de définir les conditions de l'exercice collectif de leurs droits par les créanciers.

5.3.1. Une protection par les seuls mécanismes contractuels insuffisante

5.3.1.1. Des covenants souvent insuffisants

409. Si, comme nous allons le voir, les procédures préventives souffrent d'un grand défaut quant à la protection des créanciers contre les comportements abusifs, c'est avant tout parce que les mécanismes purement contractuels ne sont pas suffisants.
410. En effet, la réalité du marché actuel semble être celle d'un environnement de contrats de prêt généralement convenus sous une forme « covenant-light », c'est-à-dire que les cas conventionnels de défaut ne sont pas aussi stricts que ceux que l'on pouvait observer il y a quelques années, la raison étant l'accès facile des débiteurs à l'argent privé à la recherche du risque, ainsi que la coordination plus difficile des créanciers sur le marché⁴³⁸. Il en résulte que les créanciers ne peuvent pas reposer sur leurs contrats pour exercer un contrôle suffisant sur les activités du débiteur⁴³⁹. Ceci est d'autant plus significatif qu'il a été empiriquement démontré dans des études récentes que les dirigeants et associés des entreprises en difficulté sont plus à même de s'engager dans des comportements dilutifs ou risqués à l'approche de l'insolvabilité en l'absence de covenants forts notamment dans les contrats de prêt bancaire⁴⁴⁰.
411. Il n'est même pas certain qu'il soit toujours désirable de laisser la protection des créanciers aux seuls mécanismes contractuels⁴⁴¹. En effet, tout comme les associés sont tendance à prendre trop de risques en période de détresse, les créanciers pourraient avoir l'incitation de diminuer beaucoup trop les prises de risque par la société, dans la mesure où ils ont un intérêt fixe dans l'entreprise et ne captent aucune plus-value qui

⁴³⁷ Ces protections plus larges, qui ne découlent pas directement des règles d'exercice collectif de leurs droits par les créanciers, feront l'objet d'une étude plus ample dans une prochaine publication.

⁴³⁸ V. sur cette dernière hypothèse, Becker et Ivashina, « Covenant Light Contracts and Creditor Coordination ».

⁴³⁹ V. Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball ».

⁴⁴⁰ V. Gilje, « Do Firms Engage in Risk-Shifting? » « Risk reduction is most prevalent among firms that have shorter maturity debt, bank debt, and tighter bank loan financial covenants. These findings suggest that debt composition and financial covenants serve as important mechanisms to mitigate debt-equity agency conflicts, such as risk-shifting, that are not explicitly contracted on ».

⁴⁴¹ V. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 119.

dépasse leur créance⁴⁴². De plus, les intérêts des créanciers sont tellement hétérogènes qu'il est difficile d'imaginer quels covenants pourraient être véritablement économiquement efficaces pour tous à la fois⁴⁴³.

412. Quoi qu'il en soit, même là où des mécanismes contractuels ont été bien prévus, il n'est pas du tout exclu que l'ouverture d'une procédure collective aboutisse à les rendre inefficaces. Quelques récents dossiers de restructuration illustrent parfaitement ce problème et le transfert de richesses qui découle du mélange d'objectifs différents poursuivis par certaines législations⁴⁴⁴.
413. Un exemple intéressant à cet égard est fourni par l'affaire Forest Oil⁴⁴⁵. Les contrats avec les obligataires ayant prêté à la société prévoyaient des covenants de changement de contrôle, qui rendaient les obligations immédiatement exigibles en cas de survenance d'un tel événement. Crucialement, la définition du « contrôle » était notamment liée à la détention d'une majorité de droits de vote dans la société par un tiers, la fusion ou la cession de certains actifs. Un nouvel investisseur avait manifesté l'intérêt d'investir dans la société et de payer les obligations qui deviendraient ainsi exigibles, avant de faire marche arrière lorsque les prix du pétrole sont tombés de sorte à rendre les obligations trop onéreuses. Afin d'accommoder le nouvel investisseur, les propriétaires de Forest Oil ont proposé de structurer leur entrée de telle manière qu'ils obtiennent la majorité de l'intérêt économique, mais des droits de vote limités, de sorte à ne pas obtenir le contrôle et à éviter que les covenants soient brisés. Une fois l'investisseur entré au capital, les statuts de la société ont été modifiés pour lui offrir des pouvoirs de nommer des dirigeants lui conférant le contrôle de la société. Pourtant, les covenants n'ont toujours pas été brisés, suivant une interprétation littérale bien que clairement contraire à leur esprit. Lorsque, quelques mois après l'entrée du nouvel investisseur au capital de la société, celle-ci a initié une procédure de *Chapter 11*, les obligataires ont été pris au démuné et n'ont finalement récupéré que 3% de ce qu'ils auraient pu récupérer si les covenants étaient considérés comme brisés⁴⁴⁶.

⁴⁴² V. Viral V. Acharya, Yakov Amihud, et Lubomir Litov, « Creditor rights and corporate risk-taking », *Journal of Financial Economics* 102, n° 1 (1 octobre 2011): 150-66, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.04.001>.

⁴⁴³ V. Hideki Kanda, « Debtholders and Equityholders », *The Journal of Legal Studies* 21, n° 2 (1992): 444.

⁴⁴⁴ Pour une étude détaillée de ces cas, v. Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball ».

⁴⁴⁵ V. In re Sabine Oil & Gas Corp., 547 B.R. 503, 521 (Bankr. S.D.N.Y.), aff'd, 562 B.R. 211 (S.D.N.Y. 2016).

⁴⁴⁶ V. Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball », 27.

414. Un autre exemple intéressant dans ce sens, toujours américain, est fourni par la tentative échouée de Cumulus Media de refinancer sa dette obligataire au détriment de ses créanciers bancaires à terme⁴⁴⁷. Approchant la détresse financière, qui aurait déclenché un événement de défaut de sa dette obligataire, Cumulus a décidé de « tirer » sur ses lignes de crédit bancaire à terme jusqu'au maximum permis, pour ensuite accroître le taux d'intérêt du crédit et repousser sa date de maturité, pour ensuite procéder à une cession de dette au profit de ses créanciers obligataires, qui acceptaient d'abandonner leurs créances (à ce point totalement *out of money*) en échange de créances d'un montant moins élevé mais de même niveau que celles des banques. Au fond, il s'agissait d'acheter du temps auprès des obligataires, qui n'avaient en fait plus aucun intérêt économique dans l'entreprise, au préjudice des créanciers bancaires dont l'assiette de gage se trouvait ainsi diminuée.
415. Finalement, les créanciers bancaires ont réussi à annuler la transaction avec les obligataires, arguant que celle-ci a affecté matériellement leurs intérêts⁴⁴⁸. Néanmoins, l'affaire démontre pleinement les potentiels abus commis autour des covenants contractuels, même lorsque ceux-ci existent.

5.3.1.2. Un isolement d'actifs dans un patrimoine dédié indésirable et parfois inefficace

416. Certains créanciers, loin d'être une majorité, peuvent parfois obliger le débiteur à isoler les actifs en couverture d'une sûreté dans un patrimoine séparé dédié, supposé être à l'abri de toute interférence de la part du débiteur et, surtout, non compris dans toute procédure collective ouverte à l'égard du débiteur (« bankruptcy-remote »).
417. La désirabilité de ce schéma porte à débats parmi les commentateurs⁴⁴⁹, notamment à la lumière du fait que tout transfert dans un patrimoine dédié s'opère au détriment d'autres créanciers. Cela favorise indéniablement les créanciers capables d'exercer une pression suffisante sur les débiteurs au détriment des autres. Le jour de l'ouverture des procédures collectives, il peut s'avérer que tous les actifs supposés appartenir au débiteur sont en effet couverts par des sûretés-propiétés ou d'autres mécanismes les mettant à l'abri des créanciers ordinaires.

⁴⁴⁷ V. Cumulus Media Holdings Inc. et al. v. JPMorgan Chase Bank, N.A., No. 16-9591 (S.D.N.Y. Dec. 12, 2016)

⁴⁴⁸ V. Cumulus Media Holdings Inc. et al. v. JPMorgan Chase Bank, N.A., No. 16-9591 (S.D.N.Y. Dec. 12, 2016), 9.

⁴⁴⁹ V. David Ramos Muñoz, « Bankruptcy-Remote Transactions and Bankruptcy Law—a Comparative Approach (Part 1): Changing the Focus on Vehicle Shielding », *Capital Markets Law Journal* 10, n° 2 (1 avril 2015): 239-74, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmv020>.

418. Pour notre propos actuel, néanmoins, ce qui est pertinent est le fait que même ce type d'arrangement contractuel n'est pas toujours à l'abri de tout danger de remise en cause si le tribunal se montre accueillant envers le récit fourni par le débiteur.
419. Le premier cas significatif à cet égard est celui de la restructuration de General Growth Properties, propriétaire d'espaces commerciaux aux États Unis. La société était historiquement très endettée, mais était toujours capable de refinancer sa dette, ses actifs étant hautement valorisés et étant isolés dans des SPV « *bankruptcy – remote* », dont les administrateurs « indépendants » étaient nommés avec l'acquiescement des créanciers bancaires, ce qui permettait d'assurer que les actifs seraient effectivement maintenus dans le patrimoine séparé⁴⁵⁰. Lors de la crise de 2008, les dirigeants de GGP ont essayé de diminuer l'isolement de ces actifs et de forcer les SPV à initier elles-mêmes des procédures collectives, afin de maintenir les actifs du groupe entiers. Ils ont donc viré tous les administrateurs indépendants et initié des procédures de *Chapter 11* pour les SPV, même si celles-ci étaient tout à fait solvables. Ces décisions ont immédiatement été contestées par les créanciers. La cour en charge de l'affaire a reconnu que les actions des dirigeants contrevenaient aux arrangements contractuels, car leur objectif même était d'éviter que les actifs utilisés comme collatéraux pour les crédits soient couverts par la procédure collective du groupe, et que les SPV elles-mêmes étaient solvables donc le principe d'isolement des patrimoines devait les mettre à l'abri. Néanmoins, la cour a décidé que les actions des dirigeants étaient justifiées dans la mesure où les actifs isolés étaient nécessaires pour financer la restructuration de la dette du groupe et pour sauvegarder les emplois de ses salariés⁴⁵¹.
420. Parmi les cas de restructurations françaises démontrant la relative faiblesse potentielle de l'isolement des actifs dans un patrimoine dédié, peut notamment être citée la tristement célèbre affaire Cœur Défense ⁴⁵². Des prêteurs ont financé l'acquisition par la société française Hold d'un complexe immobilier à La Défense. Pour garantir leur financement, les prêteurs ont obtenu un nantissement des titres de la société Hold détenus par la société holding luxembourgeoise, assorti d'un pacte commissaire. A leur surprise générale, les prêteurs se sont ensuite retrouvés confrontés à une procédure de sauvegarde ouverte par le tribunal de Paris en faveur de la société holding elle-même. Or, une telle procédure bloquait la réalisation du pacte commissaire portant sur les titres de la filiale française Hold, ce qui n'aurait pas été le cas si une procédure avait été ouverte au

⁴⁵⁰ V. In Re Gen. Growth Props., No. 09-11977 (Bankr. S.D.N.Y. May 4, 2009)

⁴⁵¹ V. In Re Gen. Growth Props., No. 09-11977 (Bankr. S.D.N.Y. May 4, 2009), 68.

⁴⁵² V. Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ».

Luxembourg, en vertu de l'article 5 du règlement n° 1346/2000 (devenu article 8 du Règlement Insolvabilité). Empêchés d'exercer leurs sûretés pour prendre le contrôle du SPV, les créanciers se sont vu imposer le plan de restructuration proposé par le débiteur, pourtant rejeté par plus de 90% d'entre eux. Cette décision, très surprenante aux yeux des créanciers internationaux, a eu des des répercussions durables sur la perception de la procédure de sauvegarde par les créanciers financiers internationaux⁴⁵³. Leur réaction immédiate fût de chercher à se réfugier derrière des structures plus sécurisantes, telles les « doubles LuxCo »⁴⁵⁴.

421. Ce qui semble en ressortir est que les mécanismes purement contractuels, même ceux supposés être les plus puissants face aux procédures collectives, ne permettent pas toujours aux créanciers de se prémunir contre des comportements inattendus, voire abusifs, de leurs débiteurs. C'est pour cette raison qu'il convient de prévoir, dans le cadre des procédures préventives, des mécanismes de protection légale.

5.3.2. L'absence de « nullités de la période suspecte »

422. Ce que ces différentes considérations mettent en exergue, à notre avis, est le fait que les créanciers ne peuvent pas toujours protéger leurs intérêts contre des comportements abusifs ou simplement contraires à ce qui a été convenu à l'approche des difficultés financières. C'est pour cette raison que tous les régimes de procédure collective incluent des manières de protéger les créanciers contre ce type de comportement, par exemple à travers des règles de nullité de la période suspecte, *wrongful trading*, *avoidance actions*⁴⁵⁵.
423. L'un des grands défauts des procédures préventives, qui deviennent désormais la règle à travers le monde, est précisément l'absence de ces protections typiques⁴⁵⁶. Par exemple, si rien ne change à cet égard en droit français, la protection des nullités de la période suspecte ne trouverait nullement à s'appliquer aux procédures préventives, dans la mesure où ces mécanismes, prévus aux articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce sont subordonnés à l'établissement d'une date de cessation de paiements, non applicable en procédure de conciliation ou de sauvegarde.

⁴⁵⁴ V. Reinhard Dammann et Amaury Levenant, « Percer le mystère du montage “double LuxCo” », *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 5 (2013): 268; Xavier Couderc-Fani et Philippe Thomas, « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles LuxCo », *RD bancaire et fin.*, n° 4 (2015): 20.

⁴⁵⁵ V. notant que toutes les juridictions étudiées ont de telles règles Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 134.

⁴⁵⁶ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 17.

424. C'est très regrettable, puisque les intérêts des créanciers pourraient se trouver lésés par des transferts d'actifs dans des patrimoines autres que celui du débiteur ou autres dilapidations abusives avant l'ouverture d'une procédure préventive. Or, en l'absence de ces protections traditionnelles, rien ne pourrait être fait pour rattraper ces actifs une fois la procédure ouverte⁴⁵⁷. La Commission européenne semble en être consciente. Selon les propos du Prof. M. Veder lors de la conférence sur la Directive Restructuration organisée par l'Institut Royal de Jurisprudence et Législation espagnol à Madrid le 30 mai 2019, il s'agirait du prochain chantier d'harmonisations de règles relatives aux procédures d'insolvabilité au niveau européen. Pour l'instant, ces efforts semblent limités à une possible harmonisation des règles de conflit de lois dans le cadre posé par le Règlement Insolvabilité plutôt que dans le cadre de la Directive Restructuration proprement dite⁴⁵⁸.

5.3.3. L'absence de règles assurant la transparence des procédures

425. Il convient de souligner également que la Directive Restructuration n'offre aucune règle portant sur la transparence des procédures envisagées et l'obligation d'information des créanciers sur l'état du débiteur.

426. En effet, il est tout à fait concevable qu'un débiteur ouvre une procédure confidentielle uniquement avec certains de ses créanciers et que cette procédure n'aboutisse pas à un plan de restructuration conventionnel. Dans ce cas, il serait obligé d'ouvrir ensuite une procédure collective formelle, visant l'ensemble de ses créanciers.

427. Une fois la procédure ouverte, le prix des créances contre le débiteur sur le marché secondaire baisserait. Or, entre les deux procédures, les créanciers invités à la première, étant parfaitement au courant des difficultés rencontrées par le débiteur, pourraient vendre leurs créances sur le marché secondaire à un prix supérieur à celui que pourraient obtenir les autres créanciers, qui sont pris par surprise par l'ouverture de la deuxième procédure. De plus, les créanciers invités à la première procédure confidentielle pourraient entre temps racheter des actifs du débiteur ou de ses filiales, ce qui pose forcément des questions si ces conventions

⁴⁵⁷ V. exprimant ces craintes s'agissant des marchés anglo-américains dans un contexte covenant-light, Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball ».

⁴⁵⁸ V. Andrew Keay, « THE HARMONIZATION OF THE AVOIDANCE RULES IN EUROPEAN UNION INSOLVENCIES », *International & Comparative Law Quarterly* 66, n° 1 (janvier 2017): 79-105, <https://doi.org/10.1017/S0020589316000518>.

intervenues en période de détresse sont véritablement des transactions dans des conditions normales du marché⁴⁵⁹.

5.3.4. Les devoirs des dirigeants dans la « zone d'insolvabilité »

428. Un dernier salut pourrait venir des devoirs qui pèsent plus spécifiquement sur les dirigeants des entreprises en difficulté.
429. En France, il s'agit notamment des sanctions patrimoniales, telle l'action en comblement de passif (articles L. 651-1 et suivants du Code de commerce), ou de sanctions personnelles (telle la faillite personnelle ou l'interdiction de gérer des articles L. 653-8 et L. 653-5 du Code de commerce), ou de sanctions pénales (la banqueroute de l'article L. 654-2 du Code de commerce). A l'évidence, néanmoins, aucune de ces dispositions n'est applicable en cas de procédure de restructuration préventive, qui renvoie en France à la conciliation et à la sauvegarde. Aucun devoir de loyauté plus large ne pèse sur le dirigeant quant à ses relations avec les créanciers de l'entreprise dirigée.
430. A cet égard, une protection salutaire pourrait venir des obligations imposées par l'article 19 de la Directive Restructuration aux dirigeants du débiteur à l'approche de l'insolvabilité. Cet article a connu une histoire mouvementée, étant prévu dans le projet initial de la Commission pour ensuite être effacé par le Conseil et remplacé par une simple mention des devoirs des dirigeants dans le considérant 36. Finalement, l'article a été remis dans le texte de la directive par le Parlement européen.
431. Plusieurs obligations, de portée inégale, sont prévues à la charge du dirigeant « lorsqu'il existe une probabilité d'insolvabilité ».
432. Ils doivent notamment tenir « dûment compte » de « b) la nécessité de prendre des mesures pour éviter l'insolvabilité » et « c) la nécessité d'éviter tout comportement intentionnel ou toute négligence grave menaçant la viabilité de l'entreprise ».
433. Ces deux mesures semblent viser précisément le genre de comportement réprimé traditionnellement par les nullités de la période suspecte et les actions en comblement de passif. A cet égard, il semble souhaitable et tout à fait possible d'élargir ces dispositions traditionnelles pour couvrir également le comportement du dirigeant avant l'ouverture d'une procédure préventive ou, en tout état de cause, à l'approche de l'insolvabilité. Il semble raisonnable de considérer que ce moment doit correspondre à celui quand la situation de détresse financière dans laquelle se trouve le

⁴⁵⁹ Sur ces questions, v. Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence ».

débiteur incite ses dirigeants à être excessivement court-termistes et à prendre des décisions guidées par le souci de régler à court terme les problèmes d'endettement en sacrifiant la pérennité à long terme de l'entreprise.

434. Une troisième obligation est celle de tenir, plus généralement, dûment compte « a) (d)es intérêts des créanciers, des détenteurs de capital et des autres parties prenantes ».
435. Il s'agit là d'un renvoi aux obligations des dirigeants en vertu d'un glissement de leurs devoirs fiduciaires vers les nouveaux propriétaires résiduels de l'entreprise, c'est-à-dire les créanciers⁴⁶⁰.
436. De telles obligations semblent exister déjà dans certaines juridictions européennes, notamment Chypre, le Danemark (qui est un cas spécial, dans la mesure où les dirigeants semble y être soumis à des obligations envers toutes les parties prenantes même lorsque la société se porte bien), l'Estonie, la Hongrie, l'Irlande, la Lettonie, Malta et, notamment, le Royaume Uni⁴⁶¹. Le seul pays européen qui consacre explicitement un changement des devoirs de loyauté à l'approche de l'insolvabilité est le Royaume Uni (section 172(3) du Company's Act), où ce devoir a fait l'objet de plus de 40 années de jurisprudence.
437. Ce sujet a fait couler beaucoup d'encre parmi les auteurs issus des traditions de *common law*⁴⁶² et a donné lieu à des jurisprudences contradictoires⁴⁶³. L'on note notamment les incertitudes liées au moment

⁴⁶⁰ V. John Pottow, « Fiduciary Duties in Bankruptcy and Insolvency », in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, (Evan J. Criddle, Paul B. Miller, and Robert H. Sitkoff, Eds.) (Oxford University Press, 2018): « While this doctrine has undergone some revision (and retrenchment) in recent cases, the proposition remains that shareholders lose their exclusive beneficiary status when this “zone” has been entered (which now appears to be restricted to just straight “insolvency”) ».

⁴⁶¹ V. Gerard McCormack, Andrew Keay, et Sarah Brown, *European Insolvency Law: Reform and Harmonization* (Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Ltd, 2017).

⁴⁶² V. pour une étude complète, Andrew Keay, *Directors' Duties*, 3rd New edition edition (Bristol: Jordan Publishing Ltd, 2016); Andrew R. Keay, « Financially Distressed Companies, Restructuring and Creditors' Interests: What Is a Director to Do? », 7 décembre 2018; Douglas Baird et Robert Rasmussen, « Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance », *University of Pennsylvania Law Review* 154, n° 5 (2006): 1209; Henry T. C. Hu et Jay Lawrence Westbrook, « Abolition of the Corporate Duty to Creditors », *Columbia Law Review* 107, n° 6 (2007): 1321-1403; Ellias et Stark, « Bankruptcy Hardball ».

⁴⁶³ V. en faveur d'un glissement des devoirs fiduciaires, *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Commc'ns, Corp.*, No. 12150, 1991 WL 277613, 1155, n. 55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991) ; V. cependant, *Trenwick Am. Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168, 170-174 (Del. Ch. 2006); *Quadrant Structured Prod. Co. v. Vertin*, 102 A.3d 155, 174 n.4 (Del. Ch. 2014), où il apparaît que la Cour supreme de Delaware ne reconnaît plus un

quand les devoirs du dirigeant changent⁴⁶⁴, ce qui pourrait inciter les dirigeants à être beaucoup trop prudents, rendant les conflits d'agence avec leurs propres associés potentiellement importants⁴⁶⁵.

438. On note également qu'il n'est pas clair quels seraient les intérêts à prendre en compte, étant donné l'hétérogénéité des créanciers. Certaines décisions indiquent, par exemple, que les intérêts de tout créancier doit être pris en compte⁴⁶⁶, ce qui est jugé par les commentateurs comme étant impraticable⁴⁶⁷. Ceci est rendu encore plus difficile par le fait que le texte de la directive ne se contente pas de mentionner les seuls créanciers, dont les intérêts ne sont évidemment pas alignés, mais aussi « les détenteurs de capital » et « les autres parties prenantes ». Or, il est difficile à imaginer comment ces différents intérêts pourraient être utilement être mis en balance⁴⁶⁸.
439. Certains auteurs s'interrogent même si des obligations tirées des et inspirées par les devoirs de loyauté du droit des sociétés sont adéquates dans un contexte où les conflits d'intérêts mettent en confrontation beaucoup plus de parties prenantes que seulement les « principaux » et les « agents »⁴⁶⁹. Il nous semble effectivement imprudent d'espérer que les devoirs du droit des sociétés se prêteraient à une extension vers toutes les parties prenantes dans le contexte des restructurations alors que l'extension aux « stakeholders » dans le contexte d'une entreprise en bonne santé porte déjà à autant de débats.
440. Il en découlerait une obligation dénouée de portée pratique, le navire étant simplement ingouvernable⁴⁷⁰. A force d'être le serviteur de tout le monde, le dirigeant n'aurait plus véritablement de maître. Dans ce cas, les coûts de justification de leurs actions par les dirigeants en cas de défaut

intérêt à agir aux créanciers qui prétendent que les dirigeants auraient violé leurs devoirs fiduciaires.

⁴⁶⁴ Par exemple, “when the company is nearing” (*Nicholson v Permakraft (NZ) Ltd; Re New World Alliance; The Liquidator of Wendy Fair (Heritage) Ltd v Hobday*) “approaching” (*Geneva Finance Ltd v Resource and Industry Ltd*), on the borderline of (*Eastford Limited v Gillespie, Airdrie North Limited*), ou “on the verge of” (*Colin Gwyer v London Wharf (Limehouse) Ltd*), “insolvency”.

⁴⁶⁵ V. Keay, *Directors' Duties*.

⁴⁶⁶ V. par ex. *Bell Group Ltd (IN LIQ) [2012] WASCA*.

⁴⁶⁷ V. R. Maslen-Stannage, « Directors' duties to creditors: Walker v Wimborne revisited », *Company and Securities Law Journal*, 2013, 76.

⁴⁶⁸ V. sur cet aspect, Keay, « Financially Distressed Companies, Restructuring and Creditors' Interests ».

⁴⁶⁹ V. not. Hu et Westbrook, « Abolition of the Corporate Duty to Creditors ».

⁴⁷⁰ V. Pietrancosta et Vermeille, « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? », 7.

subséquent du débiteur risquerait d'empêcher la prise de risque optimale dans la gestion diligente de l'entreprise⁴⁷¹.

441. Il s'ensuit, au vu de ces différentes difficultés, qu'il serait de limiter les devoirs de dirigeants à une obligation de ne pas nuire aux créanciers, ou à certains créanciers au détriment des autres, comme prévu aux articles 19 (b) et (c). S'agissant des devoirs positifs d'agir dans l'intérêt de certaines parties prenantes plutôt que d'autres, il semble prudent de se limiter à un devoir général de maximiser la valeur de l'entreprise, qui devrait être dans l'intérêt de tout le monde⁴⁷². Comme nous l'avons déjà souligné lors de la discussion des objectifs légitimes à poursuivre par les régimes de procédures préventives, il nous semble hasardeux d'espérer qu'une obligation de mise en balance continue d'intérêts divergents aboutirait à un meilleur résultat (v. par. 79 et suiv.).

⁴⁷¹ V. Claire A. Hill et Alessio M. Paces, « The Neglected Role of Justification under Uncertainty in Corporate Governance and Finance », *Annals of Corporate Governance* 3, n° 4 (2018).

⁴⁷² V. Keay, « Financially Distressed Companies, Restructuring and Creditors' Interests ».

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

442. La transposition de la Directive Restructuration en droit français devra tenir compte, bien évidemment, de la nécessité de s'insérer harmonieusement dans le système juridique existant, ainsi que des réalités économiques du marché français. Or, pour identifier les règles de procédures collectives susceptibles d'aboutir aux meilleurs résultats d'un point de vue économique, une étude empirique des conditions réelles du marché et des incitations qu'y subissent les différents acteurs s'impose⁴⁷³. En effet, pour reprendre à notre compte l'observation des Profs. Gilson et Gordon, le lien de causalité semble unilatéral : ce sont les conditions réelles des marchés financiers qui déterminent quelles structures juridiques seraient les plus efficaces, et non l'inverse⁴⁷⁴.
443. On ne peut que plaider, à cet égard, en faveur de l'émergence d'une véritable recherche interdisciplinaire en droit, finance et économie, dont l'absence se fait cruellement ressentir en France. Quelques brèves observations peuvent, néanmoins, d'ores et déjà être faites sur les particularités de la transposition de la directive en France.

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

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

1.1. Une voie d'amélioration des procédures de valorisation

445. Le développement d'un marché secondaire de la dette efficace est premièrement un moyen d'assurer une amélioration de la précision des procédures de valorisation de l'entreprise en activité, exercice fort compliqué (v. par. 324).
446. A cet égard, des études empiriques récentes démontrent que la dissémination de l'information sur la renégociation de la dette d'une entreprise dans le marché diminue drastiquement les taux d'erreur et facilite la convergence des valorisations proposées, dans la mesure où les

⁴⁷³ V. notant également le besoin d'études empiriques pour identifier les règles adaptées à l'état des marchés financiers, Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century ».

⁴⁷⁴ V. Gilson et Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism », 872.

modifications subséquentes des prix des instruments émis par la société dans le marché secondaire (en l'occurrence, des obligations) permet d'estimer quelles sont les prédictions réelles du marché⁴⁷⁵.

447. Les auteurs notent que la dissémination dans le marché des prix de transfert OTC négociés dans le cadre d'une procédure de *Chapter 11* entre les créanciers permet de diminuer les taux d'erreur de valorisation (calculé par rapport aux valeurs proposés pour les instruments d'une société sur le marché après la clôture réussie d'une procédure de restructuration) de 58.4% à 24%. Corrélativement, les transferts involontaires de richesses dus aux erreurs de valorisation diminuent, dans les cas étudiés, de 56% à 28%⁴⁷⁶.
448. Les mécanismes qui expliquent ces changements semblent assez faciles à comprendre. En effet, la dissémination de l'information sur la valorisation arrêtée et les prix convenus permet au marché de corriger ce qu'il perçoit, dans sa multitude, comme étant erroné. Dès lors, lorsqu'un transfert de richesse est identifié, par exemple parce qu'une obligation est valorisée plus haut que ce qu'elle vaut véritablement aux yeux du marché, de sorte que l'obligataire reçoit une compensation trop importante, les autres acteurs du marché peuvent émettre des objections⁴⁷⁷. Une autre explication vient du fait que là où la valorisation arrêté par un tribunal n'évolue pas avec l'arrivée de nouvelles informations, les prix du marché secondaire réagissent à toute information nouvelle pertinente, et ce jusqu'à l'approbation du plan, permettant ainsi aux parties prenantes de changer leur position selon les nouvelles prévisions sur l'avenir de l'entreprise⁴⁷⁸. L'effet semble être encore plus prononcé lorsque des *hedge funds* de dette décotée arrivent à obtenir un intérêt économique important dans la société, dans la mesure où leur présence diminue les conflits d'intérêt entre les créanciers *senior* et *junior*⁴⁷⁹.

⁴⁷⁵ V. Cem Demiroglu, Julian R. Franks, et Ryan Lewis, « Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11? », *Finance Down Under 2017 Building on the Best from the Cellars of Finance*, 14 mai 2018.

⁴⁷⁶ V. Demiroglu, Franks, et Lewis: « The largest beneficiaries from wealth transfers are the subordinated who gain approximately \$2.1 billion in total and lose only \$56.7 million. The largest losers are the unsecured creditors ».

⁴⁷⁷ V. Demiroglu, Franks, et Lewis: « where bond prices indicate a wealth transfer between two different classes of creditors, the likelihood of plan confirmation falls sharply with dissemination ».

⁴⁷⁸ V. le classique, George J. Stigler, « The Economics of Information », *Journal of Political Economy* 69, n° 3 (1 juin 1961): 213-25; Joseph E Stiglitz, « Information and Capital Markets » (National Bureau of Economic Research, mai 1981), <https://doi.org/10.3386/w0678>.

⁴⁷⁹ V. sur cet effet, Wei Jiang, Kai Li, et Wei Wang, « Hedge Funds and Chapter 11 », *The Journal of Finance* 67, n° 2 (2012): 513-60.

1.2. Une voie de sortie pour des créanciers impatientes

449. L'existence de marchés secondaires efficaces est également essentielle pour accomplir l'objectif des institutions européennes de réduire l'exposition des établissements de crédit aux prêts non performants⁴⁸⁰, qui est aussi l'un des principaux objectifs assumés par la Directive Restructuration⁴⁸¹.
450. En effet, toute exposition de plus de 90 jours aux dettes échues et non payées est qualifiée pour les établissements de crédit d'exposition aux crédits non performants. Les banques visées sont donc obligées de faire des provisions en lien avec leur exposition⁴⁸².
451. Ces obligations expliquent pourquoi les créanciers traditionnels ne sont pas toujours disposés à prolonger le financement de l'entreprise. Il est dans leur intérêt de minimiser l'exposition au risque par une liquidation rapide, même si le retour sur leur créance en est amoindri. Plus encore, le *business model* des banques n'est pas particulièrement compatible avec les stratégies *loan to own*, qui les obligent à prendre le contrôle et gérer des entreprises opérationnelles.
452. Une voie de sortie pour ces créanciers, souvent impatientes et susceptibles d'exiger immédiatement le paiement de leurs créances, est donc nécessaire pour favoriser les restructurations lorsqu'elles sont efficaces. Une telle possibilité de sortie participerait également à diminuer le coût du financement *ex ante*, dans la mesure où les établissements de crédit ne devraient plus prendre en compte la possibilité d'être exposés aux risques du débiteur plus longtemps que prévu. Il a de longue date été observé, en effet, que c'est l'existence d'un marché secondaire liquide qui permet de réduire le coût du crédit pour les entreprises⁴⁸³.

⁴⁸⁰ V. ECB, « Guidance to banks on non performing loans », mars 2017; Plan d'action pour la lutte contre les prêts non performants, 11 juillet 2017 (doc. 11170/17). Sur ces points, v. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-6547_fr.htm?locale=FR.

⁴⁸¹ V. COM (2016) 723 : « Des cadres efficaces en matière d'insolvabilité sont particulièrement importants, sur le plan économique, dans le secteur financier, confronté à des niveaux élevés d'endettement privé et de prêts non productifs, comme c'est le cas dans certains États membres. La Banque centrale européenne a recensé, dans son évaluation globale de 2015, des expositions non productives dans le système bancaire pour un montant total de 980 milliards d'EUR. Ces prêts pèsent lourdement sur la capacité des banques à financer l'économie réelle dans plusieurs États membres. »

⁴⁸² V. Règlement 2018/0060 (COD) modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne la couverture minimale des pertes sur les expositions non performantes, Article 1.

⁴⁸³ V. Ronald J. Gilson et Charles K. Whitehead, « Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets » 108 (2008): 231.

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

453. Si les créanciers impatientes peuvent sortir de la procédure par le biais des marchés secondaires, ils peuvent être remplacés par des acteurs plus intéressés au succès de la restructuration.
454. Cela peut surprendre en France, tellement les *hedge funds* de dette décotée y ont mauvaise réputation, mais les études empiriques dans d'autres juridictions montrent bien l'apport salutaire de ces nouveaux acteurs pour la préservation des entreprises viables et l'augmentation des taux de recouvrement de tous ses créanciers⁴⁸⁴.
455. L'observation fondamentale dans ces marchés étrangers est que tandis que les créanciers traditionnels sont avant tout intéressés dans la minimisation de leurs pertes et de leur exposition au risque, les fonds de dette décotée ont pour seul but de maximiser leur investissement dans la créance achetée⁴⁸⁵. Dès lors, là où certains créanciers seniors seraient intéressés à procéder rapidement à une liquidation des actifs du débiteur, les fonds de dette ont tout intérêt à favoriser la restructuration si une plus-value de restructuration est attendue⁴⁸⁶.
456. La stratégie de ces *hedge funds* consiste précisément à acheter des créances décotées par rapport aux perspectives de redressement du débiteur une fois les dettes converties en capital⁴⁸⁷. Ils sont souvent bien équipés, recrutant des personnes capables de gérer les opérations de l'entreprise, et ont des

⁴⁸⁴ V. Jiang, Li, et Wang, « Hedge Funds and Chapter 11 »: « Hedge fund presence increases the likelihood of a successful reorganization, which is usually associated with a higher recovery of junior claims (unsecured debt and equity) and an increased likelihood of their being converted into new equity... The presence of hedge fund unsecured creditors is associated with both higher total debt (including secured and unsecured) recovery and a more positive stock market response at the time of a bankruptcy filing, suggesting a positive effect of hedge fund creditors on the firms' total value. Such value creation may come from overcoming secured creditors' liquidation bias, confronting under-performing CEOs, retaining key personnel, and relaxing financial constraints" ».

⁴⁸⁵ V. Michelle M Harner, « The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing », *Fordham Law Review* 77, n° 2 (2008): 750-54.

⁴⁸⁶ V. Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century », 711.

⁴⁸⁷ V. Harner, « The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing », 715: « Investors generally realize a gain on distressed debt investments when the debtor achieves; or the market anticipates, a successful turnaround »; Baird et Rasmussen, « Antibankruptcy », 671: « Banks want their money back; hedge funds loan to own »; Jiang, Li, et Wang, « Hedge Funds and Chapter 11 »: « While the bankruptcy process was traditionally classified as either "management driven" or "senior creditor driven", hedge funds have driven the transformation of the restructuring process into one that is best characterized as "management neutral" where managers facilitate and implement the distressed firms's restructuring plans but do not control the restructuring process ».

horizons d'investissement adéquats pour privilégier les restructurations⁴⁸⁸.

457. Une sortie des créanciers impatientes par le biais des marchés secondaires permet aussi, en principe, une concentration des créances dans les mains d'un nombre réduit de *hedge funds*. Un nombre limité de créanciers, beaucoup plus exposés que les créanciers initiaux aux risques de la restructuration et, probablement, bénéficiant d'une plus grande expérience pratique des procédures de restructuration, semble plus à même de réussir à trouver une solution de compromis, ainsi qu'à discipliner les dirigeants en exerçant un contrôle efficace⁴⁸⁹.
458. Il ne s'agit pas, ici, de tirer un argument définitif s'agissant de la France à partir d'études dédiées aux conditions des marchés étrangers. Plutôt, il faudrait comprendre que l'opinion largement partagée qui voit dans les acteurs de ces marchés des « vautours » sans foi ni loi n'est pas justifiée. L'on ne peut qu'espérer que des études empiriques seront prochainement initiées afin d'identifier dans quelle mesure l'argument que nous venons d'exposer est transposable aux conditions spécifiques du marché français⁴⁹⁰.
459. Notre intuition est que si les mêmes acteurs agissent d'une manière différente sur les marchés anglo-américains et le marché français, la raison s'en trouve dans les incitations particulières créées par l'environnement

⁴⁸⁸ V. Baird et Rasmussen, « Antibrupctcy », 662.

⁴⁸⁹ Pour une étude empirique sur l'effet de la présence des fonds de dette décotée dans le contexte des procédures de Chapter 11, v. Jared A. Ellias, « Do Activist Investors Constrain Managerial Moral Hazard in Chapter 11?: Evidence from Junior Activist Investing », *Journal of Legal Analysis* 8, n° 2 (1 décembre 2016): 493-547: « This article examines the hedge fund investment strategy of buying junior claims of Chapter 11 debtors and playing an activist role in the bankruptcy process. These hedge funds are often accused of rent-seeking by managers. I use a new methodology to conduct the first empirical study of this investment strategy. I find little evidence that junior activists abuse the bankruptcy process to extract hold-up value. Instead, the results suggest that they constrain managerial self-dealing and promote the bankruptcy policy goals of maximizing creditor recoveries and distributing the firm's value in accordance with the absolute priority rule ».

⁴⁹⁰ V. insistant sur le fait que l'efficience économique des règles des procédures collectives dépend avant tout des conditions réelles du marché Casey, « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy »; V. également Paterson, « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century »: « Finally, a note of caution is sounded for the future. This article is written at a time of extraordinary liquidity, fuelled in no small part by government policy in the financial crisis. If this liquidity were to dry up, so that the distressed debt market could not fulfil the role prescribed for it here, then the law and practice of restructuring and insolvency may yet move back to something far more reminiscent of the early 1990s. Moreover, the capital markets are in constant, and rapid, change... As ever, writing in a fast moving and unpredictable area, a crystal ball would be a friend ».

normatif français, car toute négociation a lieu à la lumière de ce qui se passerait si la négociation était abandonnée⁴⁹¹. Ainsi, si le traitement des créanciers, notamment juniors, dans le cadre des différentes procédures collectives n'est pas prévisible, cela pourrait inciter les *hedge funds* à être excessivement court-termistes et à chercher à extraire rapidement une plus-value de leur investissement, plutôt que de se soumettre au risque d'un traitement inéquitable par la suite. Si tel est le cas, néanmoins, c'est l'environnement normatif qui crée ces incitations sous-optimales qui doit changer, pour que les marchés puissent accomplir au mieux leur rôle.

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

460. En tout état de cause, l'émergence d'un marché secondaire liquide et dont l'infrastructure normative crée des incitations optimales est essentiel pour favoriser les restructurations et la protection des intérêts de toutes les parties prenantes.
461. A cet égard, comme nous l'avons déjà noté, la communication sur les différentes opportunités d'investissement dans le cadre des procédures collectives françaises ne semble pas satisfaisante. Ainsi, une récente étude de KPMG souligne que les repreneurs qui se présentent dans le cadre des reprises des entreprises soumises aux procédures de redressement ou liquidation sont très majoritairement français, les repreneurs étrangers ne représentant que 8% du total⁴⁹².
462. La difficulté de partager l'information avec les investisseurs potentiels est encore plus évidente dans le cadre des procédures préventives, telle la conciliation, dans la mesure où elles sont assorties en France d'une très forte règle de confidentialité⁴⁹³. En effet, l'article L. 611-15 du Code de commerce prévoit que « toute personne qui est appelée à la procédure de conciliation ou à un mandat ad hoc ou qui, par ses fonctions, en a connaissance est tenue à la confidentialité »⁴⁹⁴.
463. Il nous semble, au vu des éléments qui viennent d'être exposés, qu'une telle règle de confidentialité empêcherait l'émergence de procédures véritablement efficaces en France, à la fois en limitant l'essor de tout

⁴⁹¹ V. Mnookin et Kornhauser, « Bargaining in the Shadow of the Law ».

⁴⁹² V. KPMG, « Les reprises à la barre : un outil efficace pour la préservation de l'emploi », 2019, 15, <https://home.kpmg/fr/fr/home/media/press-releases/2019/06/reprises-a-la-barre-outil-efficace-pour-preservation-emploi.html>.

⁴⁹³ L'article L. 611-15 du Code de commerce prévoit que « toute personne qui est appelée à la procédure de conciliation ou à un mandat ad hoc ou qui, par ses fonctions, en a connaissance est tenue à la confidentialité ». Sur l'étendue de cette obligation, v. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 141.61.

⁴⁹⁴ Sur l'étendue de cette obligation, v. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*, n° 141.61.

marché secondaire efficient⁴⁹⁵, et (comme nous l'avons noté à la suite de l'étude du cas de la restructuration de American Safety Razor, v. 155) en facilitant les comportements abusifs des dirigeants des débiteurs et certains créanciers situés en conflit d'intérêts avec la communauté de créanciers plus largement.

464. En effet, pour que des marchés secondaires efficaces puissent se développer, il est nécessaire que les acteurs disposent d'informations suffisantes sur la situation et les perspectives d'avenir du débiteur. Ce n'est qu'à cette condition qu'un accord sur le juste prix des instruments financiers peut exister entre le cédant, qui est déjà créancier du débiteur et dispose à ce titre d'informations sur son état financier et opérationnel, et le cessionnaire, qui est un nouvel entrant et ne dispose pas en principe de telles informations⁴⁹⁶. Si l'information ne peut pas être partagée par les cédants avec le marché, il est peu probable qu'un prix satisfaisant puisse être trouvé, car les deux parties potentielles apprécieraient d'une manière différente les perspectives d'avenir de l'entreprise. S'ils n'acceptent pas une décote trop importante liée à cette dissymétrie d'information, les créanciers sont alors captifs de la procédure préventive, avec toutes les conséquences négatives qui en découlent.
465. Bien évidemment, relâcher les règles de confidentialité ne veut pas dire assurer une grande publicité, potentiellement nuisible aux relations commerciales de l'entreprise et à leur refinancement subséquent. Il ne s'agit pas non plus de transformer la conciliation en une procédure publique au sens du Règlement 2015/848. Simplement, il faut que les créanciers soient en mesure de trouver des repreneurs pour leurs créances et leur partager les informations essentielles sur l'état de l'entreprise pour pouvoir tomber d'accord sur un prix acceptable⁴⁹⁷.

⁴⁹⁵ V. sur cette question, Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence », 27 et suiv.

⁴⁹⁶ V. les propos de R. Ophèle, président de l'AMF, lors d'une audition au Sénat le 29 mai 2019 : « Il faut pour l'AMF garder un équilibre entre les exigences de transparence et de bonne information donnée par les émetteurs. Il faut qu'on comprenne les enjeux, les comptes, les problématiques... et d'un autre côté il faut que l'on assure que les marchés fonctionnent correctement et que la formation des prix sur les marchés se fasse de manière transparente et sans manipulation... s'il n'y a que des investisseurs passifs, les marchés ne fonctionnent pas. »

⁴⁹⁷ V. sur les solutions proposées, ainsi que tous les arguments en faveur d'une réforme de la règle de confidentialité, Vermeille, « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence ».

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

466. La transposition de la Directive Restructuration devrait également être l'occasion d'une profonde réforme du traitement des sûretés en procédures collectives. L'occasion en est offerte par l'habilitation donnée au gouvernement par l'article 16 de la loi Pacte⁴⁹⁸.
467. Si la réforme est urgente à la lumière de la directive, c'est parce que certains garde-fous qu'elle prévoit ne pourront pas être mis en place efficacement en l'état actuel du droit⁴⁹⁹. Il s'agit notamment du « best interest of creditors test », qui exige une comparaison entre le traitement du créancier en vertu du plan de restructuration et son sort hypothétique en cas de liquidation immédiate du débiteur. Or, l'ordre de répartitions de la valeur dégagée parmi les créanciers en cas de liquidation en droit français est illisible, car très sensible aux circonstances factuelles de la liquidation⁵⁰⁰. Le traitement des créanciers dépend fortement de la concurrence qu'ils subissent de la part des créanciers privilégiés et est en tout état de cause différent en cas de plan de cession ou de vente isolée d'actifs⁵⁰¹.
468. L'incertitude qui en découle pousse les créanciers à privilégier des sûretés supposées être très efficaces, mais coûteuses et inefficaces, à savoir des

⁴⁹⁸ V. sur le traitement des sûretés en procédures collectives Philippe Roussel Gale et Françoise Pérochon, « Sûretés et droit des procédures collectives, le couple infernal », *Rev. proc. coll.*, 2016, 65-66; sur le traitement en droit français des procédures collectives des nouvelles sûretés - propriété, v. Yaya Diallo, *Les sûretés et garanties réelles dans les procédures collectives* (L'Harmattan, 2019); sur la réforme des procédures collectives prévues par la loi Pacte, v. Philippe Roussel Gale, « Principales innovations intéressant le droit des entreprises en difficulté dans le projet de loi PACTE », *Rev. proc. coll.*, 2018, 14-16.

⁴⁹⁹ V. pour d'autres arguments pour une réforme nécessaire du traitement des sûretés en procédures collectives face à la concurrence normative désormais engagée, Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ».

⁵⁰⁰ V. pour une critique du traitement illisible des sûretés en cas de procédure collective en France, Vermeille et Bézert, « Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : Comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ? »; Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives »; Dammann et Rotaru, « Pour une réforme cohérente du droit des sûretés et de la loi de sauvegarde dans une approche d'harmonisation franco-allemande ».

⁵⁰¹ V. Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives », 2199; Reinhard Dammann et Martin Guermontprez, « Pour une réforme du droit des sûretés en adéquation avec le droit des entreprises en difficulté », *D.*, 2018, 1160.

sûretés-propriété. Néanmoins, même celles-ci ne donnent pas toujours le confort désiré. L'exemple de la fiducie-sûreté est parlant à cet égard⁵⁰².

469. A la suite de l'affaire Cœur Défense (v. par. 420), le législateur français a réagi, pour rassurer les marchés de financement internationaux, en créant la fiducie sûreté à l'article 2011 du Code civil, qui peut porter sur des titres financiers et devait normalement assurer une efficacité équivalente à celle des nantissements de droit luxembourgeois⁵⁰³. Dans la mesure où les instruments financiers ne devraient pas faire l'objet d'un contrat de mise à disposition, la situation du créancier bénéficiaire de la fiducie sûreté semblait claire. Il ne devrait subir aucune suspension des poursuites et devrait pouvoir réaliser sa garantie sans être empêché par l'ouverture d'une procédure collective⁵⁰⁴. La difficulté vient, néanmoins, de la définition de ce que signifie exactement une « mise à disposition » des instruments financiers. En effet, afin de favoriser l'usage de la fiducie sûreté dans les opérations de LBO, le législateur a permis en 2014 l'application du régime d'intégration fiscale mère-fille en cas de constitution d'une fiducie-sûreté portant sur les titres de la filiale. La condition en est, néanmoins, que le constituant conserve les droits de vote attachés aux titres ou que le fiduciaire exerce ces droits dans le sens déterminé par le constituant⁵⁰⁵. Une convention de vote, ou un contrat de prêt des titres, doit donc être envisagé pour bénéficier du régime fiscal favorable. Or, cela pose inéluctablement la question de savoir si une mise à disposition des titres a eu lieu.
470. Récemment, l'efficacité des fiducies sûretés portant sur les titres financiers a failli être remise en cause dans le cadre du dossier Camaïeu. La dégradation des résultats du groupe français a conduit à ce que les covenants des contrats de prêt consentis au bénéfice de Modacin, société mère de Camaïeu, soient brisés. Afin de contrer la probable mise en œuvre de la fiducie sûreté portant sur les titres de la société, constituée lors de la restructuration de la dette du groupe de 2016, les actionnaires de Modacin ont placé la société en sauvegarde le 15 octobre 2018. Le débat juridique portait, alors, sur la question de savoir si une mise à disposition des titres a bien eu lieu, de sorte à geler l'exercice de la fiducie pendant la période d'observation. En effet, il était contractuellement prévu que le fiduciaire devait suivre les instructions de vote données par le constituant aussi longtemps que le débiteur n'était pas en défaut. En cas de survenance d'un cas de défaut, en revanche, il était prévu que ce pouvoir de donner des

⁵⁰² V. Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ».

⁵⁰³ V. *Fiducie sur titres, les nouvelles perspectives*, Grands colloques (Lgdj, 2017).

⁵⁰⁴ V. Reinhard Dammann, « Avantages et inconvénients de la fiducie en cas de procédure collective », *RDLC*, 2009, 60.

⁵⁰⁵ V. article 145, 1-c du CGI ; v. BOI-IS-BASE-10-10-10-20, 7 juin 2016, par. 205.

instructions devait basculer vers les prêteurs-bénéficiaires. Se posait donc la question de savoir si cet exercice indirect des droits de vote par le constituant équivalait à la mise en place d'une convention de mise à disposition des titres. Si un premier jugement semble avoir donné une réponse positive, le débat n'a pas été définitivement tranché, car un accord de restructuration a fini par être signé entre FHL, la société holding luxembourgeoise, et les créanciers de Modacin, le 19 décembre 2018, mettant fin à la procédure de sauvegarde. Cette affaire crée une grande incertitude quant à la réponse qu'auraient apporté les tribunaux si le contentieux avait continué. Le régime de la fiducie sûreté portant sur des titres financiers en sort fragilisé.

471. Face à ces difficultés, il semble qu'une réforme du régime des sûretés en procédures collectives en ligne avec les standards internationaux⁵⁰⁶, serait salutaire. L'occasion en est offerte par l'article 16, I, 12° de la loi Pacte, qui donne habilitation au gouvernement pour « Simplifier, clarifier et moderniser les règles relatives aux sûretés et aux créanciers titulaires de sûretés dans le livre VI du code de commerce, en particulier dans les différentes procédures collectives et notamment en adaptant les règles relatives aux sûretés au regard de la nullité de certains actes prévue au chapitre II du titre III du livre VI du code de commerce ».
472. En effet, un vaste mouvement international de réforme est en cours, visant à accroître l'efficacité économique des droits nationaux des sûretés⁵⁰⁷. La réforme française de 2006, accomplie sous les auspices de la Commission Grimaldi, s'inscrivait pleinement dans cette démarche, mais n'a pas réussi à accomplir⁵⁰⁸. Notamment, il n'a pas été possible à l'époque d'obtenir la consécration véritable d'une approche fonctionnelle et unitaire du droit des sûretés, en ligne avec les standards internationaux⁵⁰⁹. En effet, depuis la

⁵⁰⁶ V. Neil Cohen, « Harmonizing the Law Governing Secured Credit: The Next Frontier », *Texas International Law Journal*, 1 janvier 1998, 173-88. V. aussi, European Bank for Reconstruction and Development, « Core Principles for a Secured Transaction Law », qui souligne l'importance de la création des sûretés sans dépossession, la clarification des priorités dont bénéficient les créanciers, la facilitation de l'exercice judiciaire des droits par les créanciers et l'information des tiers sur l'existence des sûretés affectant les actifs du débiteur.

⁵⁰⁷ V. Marek Dubovec et Giuliano G. Castellano, « Global Regulatory Standards and Secured Transactions Law Reforms: At the Crossroad Between Access to Credit and Financial Stability », *Fordham International Law Journal* 41, n° 3 (1 janvier 2018): 531. V. aussi le Secured Transactions Law Reform Project en cours au Royaume Uni sous la direction du Prof. Louise Gullifer <https://securedtransactionslawreformproject.org/>.

⁵⁰⁸ Pour une étude complète, v. Philippe Dupichot, « L'efficacité économique du droit des sûretés réelles », *LPA*, n° 76 (2010): 7; V. aussi, soulignant les importantes avancées apportées par la réforme, Muriel Renaudin, « The modernisation of French secured credit law: law as a competitive tool in global markets », *International Company and Commercial Law Review* 24 (2013): 385-92.

⁵⁰⁹ V. Renaudin, « The modernisation of French secured credit law », 4.

révolution initiée par l'introduction du UCC Article 9 aux États Unis, cette approche est devenue une inspiration internationale.

473. L'idée de base est assez simple, qui consiste à unifier les régimes des sûretés mobilières pour répondre aux demandes des acteurs économiques cherchant un droit rationnel, cohérent et efficient⁵¹⁰. Les sûretés répondant aux mêmes finalités économiques doivent, ainsi, être soumises au même régime, sans que la technique juridique employée ait en elle-même une quelconque importance. Rien ne justifie, à cet égard, que les créanciers soient obligés de passer par la voie détournée d'une sûreté-propriété afin de protéger efficacement leurs droits⁵¹¹. Si le régime prévu pour ces dernières est considéré justifié par le législateur, il doit être généralisé à l'ensemble des sûretés réelles⁵¹².
474. Il ne suffit pas que le système soit lisible. Encore faut-il que les droits des créanciers soient effectivement protégés. Dans un article demeuré célèbre, Calabresi et Malamed notent qu'il existe, essentiellement, deux manières de protéger un droit⁵¹³.
475. La protection selon le modèle des règles de propriété signifie que tout tiers qui souhaite se voir attribuer ce droit doit nécessairement l'acquérir de son titulaire par une transaction consensuelle. Une fois le droit attribué, l'État n'intervient plus dans la détermination de sa valeur, qui est laissée aux deux parties intéressées, et se limite à protéger le droit de veto du titulaire du droit. Cette protection semble la plus appropriée pour s'assurer, en temps normal, que le créancier serait effectivement désintéressé en cas de défaut du débiteur. Notons que cela ne signifie nullement que la technique juridique utilisée doive être celle de la propriété. Le même effet est obtenu en rendant la sûreté réelle véritablement efficace⁵¹⁴.

⁵¹⁰ V. Jean-François Riffard, « L'harmonisation internationale des droits des sûretés mobilières: ne ratons pas le train », *RD bancaire et fin.*, n° 2 (2016): dossier 11.

⁵¹¹ V. Reinhard Dammann et Vasile Rotaru, « La fiducie et le trust: une concurrence inégale », *D.*, 2018, 1763, notant que l'usage en tant que sûreté ne doit pas être le coeur du métier de la fiducie.

⁵¹² V. notant l'incohérence qui résulte d'un traitement différencié des sûretés propriété, Manuella Bourassin et Vincent Brémond, *Droit des sûretés*, 6^e éd. (Dalloz, 2018), 942; V. Dammann et Rotaru, « Pour une réforme cohérente du droit des sûretés et de la loi de sauvegarde dans une approche d'harmonisation franco-allemande », 93.

⁵¹³ V. Calabresi et Melamed, « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral »; V. pour une exposition plus récente, Ayres et Talley, « Solomonic Bargaining »; Ilya Segal et Michael D Whinston, « The Efficiency of Bargaining under Divided Entitlements », *The University of Chicago Law Review* 81 (2014): 273.

⁵¹⁴ Sur cette question, v. Henry E. Smith, « Complexity and the Cathedral : Making Law and Economics More Calabresian », *Eur J Law Econ* (2018) : 1 : « In the C&M framework, an entitlement is a right to engage in some kind of activity... Despite the use of the term « property », the structure of entitlements here bears little resemblance to the familiar

476. La protection selon le modèle de responsabilité, en revanche, signifie qu'un tiers peut « ignorer » le droit protégé à condition de payer un prix objectivement déterminé par un tiers décideur. Ces règles sont préférables dans les cas où l'évaluation du droit par une transaction libre est impossible dans les circonstances⁵¹⁵. Une fois ces bases acceptées, il est facile de concevoir des métrarègles permettant de passer d'une forme de protection à l'autre selon ce qui est supposé être plus efficient⁵¹⁶. Notamment, une telle modification est nécessaire lorsque les circonstances mettent les parties prenantes dans des situations de monopole réciproque. Tel serait le cas si le créancier pouvait réaliser immédiatement sa sûreté en toute circonstance, à l'image des bénéficiaires des *safe harbours* des garanties financières. L'absence de financement alternatif et la menace crédible de saisir les actifs en couverture inciteraient le créancier à essayer d'extorquer le plus de valeur possible. Dans cette hypothèse, un glissement vers le deuxième type de protection permet d'éviter des situations de blocage économiquement inefficaces⁵¹⁷. Concrètement, cela signifie que le débiteur doit pouvoir utiliser le bien s'il lui est le plus utile, à condition que le créancier retrouve in fine sa valeur objective et soit ainsi pleinement « indemnisé ».
477. Les enseignements de cette approche, pleinement conforme à l'analyse économique fonctionnelle prônée dans cette étude dans la mesure où il s'agit d'identifier les règles qui permettent d'aligner les intérêts et de diminuer les capacités de nuisance illégitimes des parties prenantes, semble inciter à rechercher un certain « critère d'utilité » des actifs pour faire la distinction entre les sûretés qui peuvent être mises en œuvre et celles qui ne le peuvent pas. Cela ressemblerait, dans une certaine mesure,

legal notion of property as (rough) the right to a thing protected by norms of exclusion and rules governing use. »

⁵¹⁵ V. Calabresi et Melamed, « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral », 1106.

⁵¹⁶ Buccola, « Bankruptcy's Cathedral », 21, qui note une analogie avec les cas d'état de nécessité dans la navigation marine: « When the weather is fine, a property rule governs access to private docks. The captain who wants to come ashore must secure the owner's permission and is a trespasser without it. But when the weather turns foul, so that being on the water risks injury to person or property, a liability rules take over. The owner's unilateral right to exclude gives way. The captain is entitled to dock, and the owner is liable for preventing access. Yet the owner's economic interest in the dock persists even as her control of it fades, because the captain must pay for any objectively determinable damages the boat's berth might cause. »

⁵¹⁷ Buccola, 23: « If each lender stands on her contract, demanding 100 cents on the dollar, and there are only enough assets to pay, say, the equivalent of 75 cents in the future, then the net result can be to yield only 50 cents today. As in the maritime cases, a mutually beneficial deal may exist in principle; and yet it may not be struck and will consume resources even if it is. Under these circumstances, a liability rule, which allows the entrepreneur to retain use of the capital and pay the lender what a judge ultimately finds fair, may be the optimal rule. »

au régime trouvé pour la fiducie-sûreté, mais sans les coûts et les transferts de richesse que ce type de sûreté implique⁵¹⁸.

478. En tout état de cause, un certain *skin in the game* devrait être retenu par les créanciers, qui devraient être incités à faire de véritables études de risque avant d'octroyer des crédits. Comme nous l'avons déjà noté (v. par. 316), la possibilité de perdre une partie de la valeur de la créance en cas de liquidation de l'entreprise a un rôle de discipline, dans la mesure où les créanciers peuvent se contrôler réciproquement par la menace d'une telle perte⁵¹⁹. Les créanciers sont donc incités à s'assurer qu'une liquidation n'interviendra pas s'ils peuvent récupérer plus en sauvegardant une entreprise viable⁵²⁰. Sans un tel mécanisme de participation à la perte, le risque serait que certains créanciers n'aient plus aucun intérêt à participer aux négociations décrites dans la présente étude.

⁵¹⁸ V. Dammann et Rotaru, « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ».

⁵¹⁹ V. Casey et Baird, « No Exit? Withdrawal Rights and the Law of Corporate Reorganizations ».

⁵²⁰ V. Aghion et Bolton, « An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting ».

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

479. Le dernier point que l'on aimerait soulever est celui de la cohérence plus large du régime des procédures collectives. A cet égard, plusieurs raisons plaident en faveur d'une suppression de la procédure de redressement judiciaire.
480. D'abord, il est essentiel de s'assurer que si une restructuration n'est pas possible le débiteur serait liquidé le plus vite possible⁵²¹. Les procédures préventives doivent, nous l'avions souligné, répondre aux mêmes objectifs que les procédures collectives « classiques ». Un traitement précoce des difficultés permet simplement, dans certains cas, d'aboutir à un meilleur résultat pour l'ensemble des parties prenantes. Or, si une procédure de restructuration est engagée et qu'elle n'aboutit pas, les créanciers n'arrivant pas à trouver un accord convenable, il y a de très bonnes raisons de croire qu'aucune plus-value de restructuration n'existe. Autrement dit, l'absence d'accord entre les personnes qui sont les mieux placées pour identifier et préserver les entreprises viables témoigne du fait qu'il n'y a pas de raison de retarder la liquidation, par cession *going concern* à un tiers ou par vente isolée d'actifs, car l'entreprise n'est pas viable en l'état. Faire ce tri rapidement et traiter différemment les entreprises viables de celles non viables est l'une des fonctions essentielles d'un régime de procédures collectives efficace⁵²².
481. Ensuite, si le débiteur peut bénéficier d'autres procédures à caractère non-liquidatif à la suite d'un échec d'une procédure préventive, il pourrait être incité à tenter sa chance avec ces différentes procédures l'une après l'autre, d'une manière opportuniste. Les délais de traitement des difficultés des entreprises seraient alors rallongés.
482. De plus, cette possibilité serait susceptible de changer les dynamiques de négociation de restructuration, dans la mesure où le débiteur serait mis en position de menacer les créanciers d'atteindre le moment d'une cessation formelle des paiements afin d'ouvrir une procédure de redressement, à issue imprévisible, si le plan qu'il favorise n'était pas accepté.
483. Enfin, l'existence de plusieurs procédures répondant en principe au même type de difficulté du débiteur augmente l'incertitude à laquelle sont confrontés les créanciers. Ces derniers ne pourraient pas prévoir, en effet,

⁵²¹ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 26.

⁵²² V. Eidenmüller, « Contracting for a European Insolvency Regime », 15: « a financially distressed firm should be restructured and kept alive only if it is economically viable, i.e. if it does not suffer from financial and economic distress »; V. Plantin, Thesmar, et Tirole, « Les jeux économiques du droit des faillites ».

quelle procédure précisément est susceptible d'être ouverte. Il en résulterait une imprévisibilité et, corrélativement, une augmentation du coût du financement *ex ante* des entreprises⁵²³.

⁵²³ V. Gurrea-Martínez, « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law », 26: « many debtors that do not deserve to be reorganized (i.e. non-viable firms and viable businesses managed by the wrong people and non-viable companies) may opportunistically file for reorganization. And if so, creditors may respond with an *ex ante* increase in the cost of debt, and jobs can be lost if economically viable businesses managed by the wrong people are not quickly sold to third parties ».

V. Conclusion

484. La Directive Restructuration est un texte d'une grande complexité, qui témoigne des objectifs et des inspirations divergents de ses multiples auteurs, et souffre pour cette cause d'une certaine confusion, qui en rend la lecture compliquée si le lecteur ne garde pas à l'esprit les différents modèles de procédures qui s'y cachent. Si le but était de créer des procédures collectives européennes harmonisées, qui répondraient aux exigences et enseignements de l'analyse économique du droit, il s'agit à notre avis d'un échec. Cet échec n'est peut pas si regrettable, puisqu'il n'empêche pas par une harmonisation trop forte l'expérimentation législative.
485. Le problème fondamental semble venir du fait que le législateur européen se trompe de combat. Le but des procédures préventives ne doit pas être de sauver coûte que coûte les entreprises, même lorsqu'elles ne sont point viables à long terme. Plutôt, il s'agit de permettre de faire le tri entre les entreprises viables et celles qui ne le sont pas. Les premières doivent être restructurées bien en amont d'une insolvabilité formelle, alors que les deuxièmes doivent être rapidement liquidées, pour que les ressources de l'entreprise soient plus efficacement distribuées dans l'économie. Ce n'est qu'à cette condition qu'il est possible de baisser les coûts du financement *ex ante* et de favoriser la croissance économique à long terme.
486. Nous l'avons vu, certaines des dispositions de la Directive Restructuration apportent des mauvaises réponses à des faux problèmes, sans laisser une marge de manœuvre aux législateurs nationaux. Heureusement, ce n'est pas le cas de toutes ses dispositions. L'analyse économique du droit dans une approche « fonctionnelle », prônée dans la présente étude, nous semble suggérer qu'il est essentiel de s'assurer que les futures procédures préventives françaises pourront faire bien le tri entre les entreprises viables et celles qui ne le sont pas, pour permettre une restructuration des premières selon des règles prévisibles et respectueuses des droits et rangs respectifs des créanciers. Il nous semble également indispensable de stimuler l'émergence d'un marché secondaire de la dette liquide et efficient, qui pourrait s'avérer très utile dans l'accomplissement des objectifs économiques des procédures préventives.
487. Ce sont, à notre avis, les conditions *sine qua non* pour rendre le droit des procédures préventives françaises, qui a déjà de nombreux atouts et mérites que nous ne pouvons pas nier, véritablement efficient d'un point de vue économique. Le financement des entreprises françaises, par les établissements de crédit aussi bien que par les marchés obligataires, se trouverait ainsi facilité. Ce sont aussi les conditions pour que le droit français devienne, dans l'environnement actuel de concurrence normative, un challenger crédible pour la gestion des futures restructurations

européennes transfrontalières⁵²⁴. Or, si ces objectifs sont accomplis, toutes les parties prenantes seraient gagnantes.

⁵²⁴ V. sur les enjeux concurrentiels, Dammann et Rotaru, « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives ».

BIBLIOGRAPHIE

- « ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11 ». American Bankruptcy Institute, 2014.
- Acharya, Viral V., Yakov Amihud, et Lubomir Litov. « Creditor rights and corporate risk-taking ». *Journal of Financial Economics* 102, n° 1 (1 octobre 2011): 150- 66. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.04.001>.
- Adler, Barry E. « Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy ». *Stanford Law Review* 45, n° 2 (1993): 311- 46.
- . « The Creditors' Bargain Revisited ». *U. Pa. L. Rev.* 166 (2018): 1853.
- Adler, Matthew. « Bounded rationality and legal scholarship ». In *Theoretical Foundations of Law and Economics* (ed. Mark D. White), 137. Cambridge University Press, 2008.
- Aghion, Philippe, et Patrick Bolton. « An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting ». *Review of Economic Studies* 59, n° 3 (1992): 473- 94.
- Aghion, Philippe, Oliver Hart, et John Moore. « The Economics of Bankruptcy Reform ». *Journal of Law, Economics, & Organization* 8, n° 3 (1992): 530.
- Alchian, Armen A. « The Meaning of Utility Measurement ». *The American Economic Review* 43, n° 1 (1953): 26- 50.
- Amihud, Yakov, et Haim Mendelson. « Liquidity, Asset Prices and Financial Policy ». *Financial Analysts Journal* 47, n° 6 (novembre 1991): 56- 66.
- Andrews, Dan, et Alessandro Saia. « Coping with Creative Destruction ». *OECD Economic Department Working Papers*, 2017.
- Archibald, Gabriel. « Valorisation de la société et droits de vote au sein des comités de créanciers ». *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2018, 232.
- Armour, John, et Douglas Cumming. « The Legislative Road to Silicon Valley ». *Oxford Economic Papers* 58, n° 4 (1 octobre 2006): 596- 635.
- Ayres, Ian, et Eric Talley. « Solomonic Bargaining : Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade ». *Yale Law Journal* 104 (1995): 1027.
- Baird, Douglas. « A World Without Bankruptcy ». *Law and Contemporary Problems* 50, n° 2 (1 avril 1987): 173- 93.
- . « Priority Matters ». *University of Pennsylvania Law Review* 165 (2017): 785.
- Baird, Douglas G. « Bankruptcy's Uncontested Axioms ». *The Yale Law Journal* 108, n° 3 (décembre 1998): 573.
- Baird, Douglas G, et Thomas H Jackson. « Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy ». *The University of Chicago Law Review* 51 (1984): 97.

- Baird, Douglas G, et Robert K. Rasmussen. « Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations ». *Virginia Law Review* 87 (2001): 921- 59.
- Baird, Douglas, et Thomas Jackson. « Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule ». *University of Chicago Law Review* 55, n° 3 (1988).
- Baird, Douglas, et Robert Rasmussen. « Antibrupctcy ». *Yale Law Journal* 119, n° 4 (2010).
- . « Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance ». *University of Pennsylvania Law Review* 154, n° 5 (2006): 1209.
- Ballard, Charles L., John B. Shoven, et John Whalley. « General Equilibrium Computations of the Marginal Welfare Costs of Taxes in the United States ». *American Economic Review* 75, n° 1 (1985): 128-38.
- Bebchuk, Lucian Arye. « A New Approach to Corporate Reorganizations ». *Harvard Law Review* 101, n° 4 (1988): 775-804.
- Becker, Bo, et Victoria Ivashina. « Covenant Light Contracts and Creditor Coordination ». *Swedish House of Finance Research Paper No. 17-1*, s. d.
- Becker, Bo, et Jens Josephson. « Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets ». *The Review of Financial Studies* 29, n° 10 (1 octobre 2016): 2814-49.
- Becker, Gary S. « Crime and Punishment: An Economic Approach ». *Journal of Political Economy* 76, n° 2 (1968): 169-217.
- Beinhocker, Eric D. *The Origin of Wealth: The Radical Remaking of Economics and What It Means for Business*. 1st edition. London: Harvard Business School Pr., 2007.
- Berkowitz, Daniel, Katharina Pistor, et Jean-Francois Richard. « Economic development, legality, and the transplant effect ». *European Economic Review* 47, n° 1 (2003): 165-95.
- . « The Transplant Effect ». *The American Journal of Comparative Law* 51, n° 1 (1 janvier 2003): 163-204.
- Bernstein, Donald S., et Douglas G Baird. « Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain ». *Yale Law Journal* 115, n° 8 (2006): 1930.
- Bianchi, Javier. « Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications ». *American Economic Review* 100, n° 2 (mai 2010): 398-402.
- Blair, Margaret M. « Firm-Specific Human Capital and Theories of the Firm ». In *Employees and Corporate Governance*, édité par Margaret M. Blair et Mark J. Roe. Brookings Institution Press, 1999.
- Blazy, Régis, Afef Boughanmi, Bertrand Chopard, et Aziza Letaief. « Analyse économique du droit de la faillite : les dix fonctions des procédures collectives ». *Revue d'économie financière* N° 129, n° 1 (15 juin 2018): 117-60.

- Block-Lieb, Susan. « Reaching to Restructure Across Borders (Without Over-Reaching), Even after Brexit ». *American Bankruptcy L.J.* 92, n° 1 (2018).
- Bonbright, James C., et Milton M. Bergerman. « Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization ». *Columbia Law Review* 28, n° 2 (1928): 127-65.
- Boon, Gert-Jan. « Harmonising European Insolvency Law: The Emerging Role of Stakeholders ». *International Insolvency Review* 27, n° 2 (2018): 150-77.
- . « Toward a European Business Rescue Culture ». In *Turnaround Management and Bankruptcy*, édité par Stephan Madaus et Jean-Pierre van der Rest, 238, 2017.
- Bourassin, Manuella, et Vincent Brémont. *Droit des sûretés*. 6^e éd. Dalloz, 2018.
- Buccola, Vincent, et Ashley C Keller. « Credit Bidding and the Design of Bankruptcy Auctions ». *Geo. Mason L. Rev.* 18 (2010): 99.
- Buccola, Vincent S. J. « Bankruptcy's Cathedral: Property Rules, Liability Rules, and Distress ». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 16 mars 2019.
- Buchanan, James M. « The Constitution of Economic Policy ». *The American Economic Review* 77, n° 3 (1987): 243-50.
- Burdette, David. « Why Rescue? » In *Turnaround Management and Bankruptcy*, édité par Jan Adriaanse et Jean-Pierre van der Rest, 211, 2017.
- Calabresi, Guido. « The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further ». *Yale Law Journal* 100 (1991): 1211.
- Calabresi, Guido, et A Douglas Melamed. « Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral ». *Harvard Law Review* 85, n° 6 (1972): 1089.
- Campbell, John L. « The US Financial Crisis: Lessons for Theories of Institutional Complementarity ». *Socio-Economic Review* 9, n° 2 (1 avril 2011): 211-34.
- Casey, Anthony J. « A Structured-Renegotiation Theory of Corporate Bankruptcy ». *SSRN Electronic Journal*, 16 mars 2019.
- . « The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11 ». *University of Chicago Law Review* 78, n° 3 (2011): 759.
- Casey, Anthony J., et Douglas G Baird. « No Exit? Withdrawal Rights and the Law of Corporate Reorganizations ». *Columbia Law Review* 9, n° 1 (2013): 113.
- Coase, Ronald. « The Problem of Social Cost ». *The Journal of Law and Economics* 3 (1960): 1.
- Cohen, Neil. « Harmonizing the Law Governing Secured Credit: The Next Frontier ». *Texas International Law Journal*, 1 janvier 1998, 173-88.
- Coleman, Jules. « Efficiency, Utility, and Wealth Maximization ». *Hofstra Law Review* 8 (1980): 509.

- Cornelli, Francesca, et Leonardo Felli. « Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures ». *European Economic Review*, Paper and Proceedings of the Eleventh Annual Congress of the European Economic Association, 41, n° 3 (1 avril 1997): 475-85.
- Couderc-Fani, Xavier, et Philippe Thomas. « Incertaine efficacité et alternatives aux doubles LuxCo ». *RD bancaire et fin.*, n° 4 (2015): 20.
- Couwenberg, Oscar, et Stephen J. Lubben. « Essential Corporate Bankruptcy Law ». *European Business Organization Law Review* 16, n° 1 (1 mars 2015): 39-61.
- Cusin, Julien, et Vincent Maymo. « Post-Bankruptcy Stigmatization of Entrepreneurs and Bankers' Decisions to Finance ». *M@n@gement* Vol. 19, n° 4 (2016): 305-29.
- Daigle, Katherine H., et Michael T. Maloney. « Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation ». *The Journal of Law & Economics* 37, n° 1 (1994): 157-92.
- Dammann, Reinhard. « Avantages et inconvénients de la fiducie en cas de procédure collective ». *RDLC*, 2009, 60.
- . « L'introduction des classes de créanciers dans l'optique d'une harmonisation franco-allemande des procédures d'insolvabilité ». In *Mélanges Claude Witz*, 920. LexisNexis, 2018.
- Dammann, Reinhard, et Martin Guermontprez. « Pistes de réflexion pour une réforme des procédures collectives ». *D.*, 2018, 629.
- . « Pour une réforme du droit des sûretés en adéquation avec le droit des entreprises en difficulté ». *D.*, 2018, 1160.
- Dammann, Reinhard, et Amaury Levenant. « Percer le mystère du montage "double LuxCo" ». *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 5 (2013): 268.
- Dammann, Reinhard, et Gilles Podeur. « Le rééquilibrage des pouvoirs au profit des créanciers résultat de l'ordonnance du 12 mars 2014 ». *D.*, 2014, 752.
- Dammann, Reinhard, et Vasile Rotaru. « La fiducie et le trust: une concurrence inégale ». *D.*, 2018, 1763.
- . « Plaidoyer pour une approche fonctionnelle du droit des sûretés ». *RJSP*, n° 17 (2019): 6.
- . « Pour une réforme cohérente du droit des sûretés et de la loi de sauvegarde dans une approche d'harmonisation franco-allemande ». *Rev. proc. coll.*, 2018, dossier 23.
- . « Premières réflexions sur la transposition de la future directive sur les restructurations préventives ». *D.*, 2018, 2195.
- Dammann, Reinhard, et Marc Sénéchal. *Le droit de l'insolvabilité internationale*. Joly, 2018.
- Danish Technological Institute (DTI), Directorate-General for Justice and Consumers (European Commission), Grimaldi Studio Legale, Joint

- Institute for Innovation Policy (JIIP), et VVA ConsultingImpact. « Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law », 2016.
- De Hoe, Roxane, Frank Janssen, et Guillaume Lecointre. « L'échec Entrepreneurial Comme Voie de Succès Futur ». In *Le Grand Livre de l'Économie PME*, 177. Gualino, 2014.
- Deakin, Simon, Viviana Mollica, et Prabirjit Sarkar. « Varieties of Creditor Protection: Insolvency Law Reform and Credit Expansion in Developed Market Economies ». *Socio-Economic Review* 15, n° 2 (2017): 359-84.
- Degenhardt, J. Ernst. « Le droit français est-il conforme à la proposition de directive européenne du 22 novembre 2016 visant à harmoniser le droit des procédures collectives ? » *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2017, 153.
- Delattre, Christophe. « “Beau temps” pour le dirigeant incompetent! » *Rev. proc. coll.*, n° 5 (2015): étude 19.
- . « Interdiction de gérer pour avoir omis sciemment de régulariser une déclaration de cessation des paiements dans le délai légal: premières brèches ». *JCP E*, n° 29 (2016): 1417.
- Demiroglu, Cem, Julian R. Franks, et Ryan Lewis. « Do Market Prices Improve the Accuracy of Court Valuations in Chapter 11? » *Finance Down Under 2017 Building on the Best from the Cellars of Finance*, 14 mai 2018.
- Dew, Nicholas, Brent Goldfarb, et Saras Sarasvathy. « Optimal Inertia: When Organizations Should Fail ». *Advances in Strategic Management* 23 (1 janvier 2006): 73-99.
- Diallo, Yaya. *Les sûretés et garanties réelles dans les procédures collectives*. L'Harmattan, 2019.
- Dnes, Antony W. *The Economics of Law: Property, Contracts and Obligations with Economic Applications*. South-Western, 2004.
- Dorff, Michael B., et Kimberly Kessler Ferzan. « Is There a Method to the Madness? Why Creative and Counterintuitive Proposals Are Counterproductive ». In *Theoretical Foundations of Law and Economics*, Mark D. White., 21-40. Cambridge University Press, 2008.
- Dubreuil, Thibault, et Olivier Klein. « La sortie de la politique monétaire très accommodante de la BCE : enjeux et défis ». *Revue d'économie financière* N° 127, n° 3 (22 décembre 2017): 335-52.
- Dupichot, Philippe. « L'efficacité économique du droit des sûretés réelles ». *LPA*, n° 76 (2010): 7.
- Eckbo, B. Espen, Kai Li, et Wei Wang. « Rent Extraction by Super-Priority Lenders ». *Tuck School of Business Working Paper No. 3384389 (2019)*, 2019.
- Eckbo, B. Espen, et Karin S. Thorburn. « Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden ». *Journal of Applied Corporate Finance* 21, n° 3 (2009): 38-52.

- Eidenmueller, Horst. « The Rise and Fall of Regulatory Competition in Corporate Insolvency Law in the European Union ». *Oxford Legal Studies Research Paper No. 37/2019 European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 456/2019*, 2019.
- . « What Is An Insolvency Proceeding? » *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 335/2016*, 2017.
- Eidenmüller, Horst. « Contracting for a European Insolvency Regime ». *European Business Organization Law Review* 18, n° 2 (1 juin 2017): 273-304.
- . « Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe ». *European Business Organization Law Review* 6, n° 3 (1 septembre 2005): 423-47.
- Ellias, Jared A. « Do Activist Investors Constrain Managerial Moral Hazard in Chapter 11?: Evidence from Junior Activist Investing ». *Journal of Legal Analysis* 8, n° 2 (1 décembre 2016): 493-547.
- Ellias, Jared A., et Robert Stark. « Bankruptcy Hardball ». *California Law Review* (à paraître) (19 janvier 2019). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3286081.
- Elster, Jon. *Ulysses Unbound*, 2000.
- Estlund, David. « Epistemic Proceduralism and Democratic Authority ». In *Does Truth Matter? Democracy and Public Space*, édité par Raf Geenens et Ronald Tinnevelt, 15-27. Dordrecht: Springer Netherlands, 2009.
- Estlund, David M. *Democratic Authority*. Princeton University Press, 2007.
- Farhi, Sarah. « La conversion de créances en titres de capital lors d'une procédure collective ». *Rev. proc. coll.*, n° 1 (2019): 1.
- Fender, Ingo, et Janet Mitchell. « Incentives and Tranche Retention in Securitisation: A Screening Model ». *BIS Working Papers N° 289*, 2009.
- Fennell, Lee Anne. « Commons, anticommons, semicommons ». In *Research Handbook on the Economics of Property Law* (ed. K. Ayotte et H. E. Smith), 35-56. Edward Elgar Publishing, 2011.
- Fiducie sur titres, les nouvelles perspectives*. Grands colloques. Lgdj, 2017.
- Financial Stability Board. « Corporate Funding Structures and Incentives », 2015.
- Fishman, Jay E., Shannon P. Pratt, et William J. Morrison. *Standards of Value: Theory and Applications*. 2^e éd. Wiley - Blackwell, 2013.
- Fon, Vincy, et Francesco Parisi. « Role-reversibility, stochastic ignorance, and social cooperation ». *The Journal of Socio-Economics, Behavioral Dimensions of the Firm Special Issue*, 37, n° 3 (1 juin 2008): 1061-75.
- Frigg, Roman. « Fiction and Scientific Representation ». In *Beyond Mimesis and Convention*, R. Frigg et M.C. Hunter (éd.), 97. New York: Springer, 2010.
- Frost, Christopher. « Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process ». *North Carolina Law Review* 74, n° 1 (1995): 75-139.

- Gamberoni, Elisa, Paloma Lopez-Garcia, et Claire Giordano. « Capital and Labour (Mis)Allocation in the Euro Area: Some Stylized Facts and Determinants ». *European Central Bank Working Paper*, 2016.
- Garrido, José. « No Two Snowflakes the Same: The Distributional Question in International Bankruptcies ». *Texas International Law Journal* 46 (2011): 459.
- Geest, Gerrit De. « Any Normative Policy Analysis Not Based on Kaldor–Hicks Efficiency Violates Scholarly Transparency Norms ». In *Law and Economics. Philosophical Issues and Fundamental Questions* (Ed. Aristides N. Hatzis, Nicholas Mercuro), 183, 2015.
- Gilje, Erik P. « Do Firms Engage in Risk-Shifting? Empirical Evidence ». *The Review of Financial Studies* 29, n° 11 (1 novembre 2016): 2925-54.
- Gilson, Ronald J., et Jeffrey N. Gordon. « The Agency Costs of Agency Capitalism ». *Columbia Law Review* 113, n° 4 (2013): 863.
- Gilson, Ronald J., et Charles K. Whitehead. « Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets » 108 (2008): 231.
- Gross, Karen. « Taking Community Interests into Account in Bankruptcy: An Essay ». *Washington University Law Review* 72, n° 3 (1 janvier 1994): 1031-48.
- Guastella, Maxence. *Les grands principes des répartitions dans les procédures collectives*. L'Harmattan, 2019.
- Guigou, Jean-Daniel, Agnès Fimayer, Bertrand Chopard, et Régis Blazy. « Entreprises en difficultés : l'arbitrage des tribunaux entre maintien de l'emploi et apurement du passif ». *Economie et Statistique* 443, n° 1 (2011): 51-75.
- Gullifer, Louise, et Ignacio Tirado. « A Global Tug of War: A Topography of Micro-Business Financing ». *Law and Contemporary Problems* 81, n° 1 (4 mai 2018): 109-34.
- Gurrea-Martínez, Aurelio. « The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-Insolvency Law ». Ibero-American Institute for Law and Finance Working Paper No. 6/2018. Rochester, NY, 20 décembre 2018. <https://papers.ssrn.com/abstract=3290366>.
- Harner, Michelle M. « The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing ». *Fordham Law Review* 77, n° 2 (2008): 703.
- Hart, Oliver, et John Moore. « Incomplete Contracts and Renegotiation ». *Econometrica* 56, n° 4 (1988): 755-85.
- He, Zhiguo, et Péter Kondor. « Inefficient Investment Waves ». *Econometrica* 84, n° 2 (2016): 735-80.
- Heller, Michael A. « The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets ». *Harvard Law Review* 111, n° 3 (1998): 621-88.

- Hicks, Jonathan. « Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations ». *Nevada Law Journal* 5, n° 3 (1 mars 2005).
- Hill, Claire A., et Alessio M. Paces. « The Neglected Role of Justification under Uncertainty in Corporate Governance and Finance ». *Annals of Corporate Governance* 3, n° 4 (2018).
- Hong, Soonwook. « The Effect Of Debt Choice On Firm Value ». *Journal of Applied Business Research (JABR)* 33, n° 1 (2017): 135-40.
- Houssin, Mathias. *La subordination de créance*. Lgdj, 2018.
- . « Le test du respect des intérêts des créanciers ou « best interest test » ». *Rev. proc. coll.*, n° 4 (2018): étude n°19.
- Hovenkamp, Herbert. « Distributive Justice and the Antitrust Laws ». *George Washington Law Review* 51 (1983 1982): 1.
- Hu, Henry T. C., et Jay Lawrence Westbrook. « Abolition of the Corporate Duty to Creditors ». *Columbia Law Review* 107, n° 6 (2007): 1321-1403.
- IMF - Legal Department. « Orderly & Effective Insolvency Procedures) Key Issues », 1999.
- Jackson, Thomas H. « Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain ». *Yale Law Journal* 91, n° 5 (1982): 857-907.
- . *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Beard Books, 2001.
- Jackson, Thomas, et David Skeel. « Bankruptcy and Economic Recovery ». *Faculty Scholarship at Penn Law*, 1 juillet 2013, 476.
- Jiang, Wei, Kai Li, et Wei Wang. « Hedge Funds and Chapter 11 ». *The Journal of Finance* 67, n° 2 (2012): 513-60.
- Joseph Raz. *Practical Reasons and Norms*. 3rd éd. Oxford University Press, 1999.
- Jurgen Habermas. *Between Facts and Norms*. MIT Press, 1996.
- Kanda, Hideki. « Debtholders and Equityholders ». *The Journal of Legal Studies* 21, n° 2 (1992): 431-48.
- Kaplow, Louis, et Steven Shavell. *Fairness versus Welfare*. Cambridge, Mass.; London: Harvard University Press, 2006.
- Keay, Andrew. *Directors' Duties*. 3rd New edition edition. Bristol: Jordan Publishing Ltd, 2016.
- . « THE HARMONIZATION OF THE AVOIDANCE RULES IN EUROPEAN UNION INSOLVENCIES ». *International & Comparative Law Quarterly* 66, n° 1 (janvier 2017): 79-105. <https://doi.org/10.1017/S0020589316000518>.
- Keay, Andrew R. « Financially Distressed Companies, Restructuring and Creditors' Interests: What Is a Director to Do? », 7 décembre 2018.

- Klick, Jonathan, et Francesco Parisi. « Functional Law and Economics ». In *Theoretical Foundations of Law and Economics*, Mark D. White., 41-54, 2008.
- Knott, Anne Marie, et Hart E. Posen. « Is Failure Good? » *Strategic Management Journal* 26, n° 7 (2005): 617-41. <https://doi.org/10.1002/smj.470>.
- Kornhauser, Lewis. « The Economic Analysis of Law ». In *The Stanford Encyclopedia of Philosophy*, édité par Edward N. Zalta, 2017^e éd. Metaphysics Research Lab, Stanford University, 2017.
- Kornhauser, Lewis A. « Three Roles for a Theory of Behavior in a Theory of Law ». *Rechtstheorie* 31, n° 2 (2000): 197–252.
- Korobkin, Donald R. « Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law ». *Texas Law Review* 71 (1993 1992): 541.
- . « Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy ». *Columbia Law Review* 91, n° 4 (1991): 717-89.
- KPMG. « Les reprises à la barre : un outil efficace pour la préservation de l'emploi », 2019. <https://home.kpmg/fr/fr/home/media/press-releases/2019/06/reprises-a-la-barre-outil-efficace-pour-preservation-emploi.html>.
- Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry B. Hansmann, Gérard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, et Edward B. Rock. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 2 édition. Oxford ; New York: Oxford University Press, 2009.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, et Robert W. Vishny. « Legal Determinants of External Finance ». *The Journal of Finance* 52, n° 3 (1997): 1131-50.
- Lastra, Rosa. « Systemic Risk and Macro-Prudential Supervision ». *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, 1 août 2015.
- Le Corre, Pierre-Michel. *Droit et pratique des procédures collectives 2019/2020*. Dalloz Action. Dalloz, 2018.
- Lee, Rachel Siew Lin. « How is 'efficiency' determined in the insolvency context? Clarifying the meaning of efficiency with the conjunction of insolvency jurisprudence and economic methodology ». T.C. Beirne School of Law, The University of Queensland, 2015.
- Lienhard, Alain. *Procédures collectives 2019-2020*. 8^e éd. Delmas, 2019.
- Lipson, Jonathan C. « The secret life of priority. Corporate Reorganization after Jevic ». *Washington Law Review* 90 (2018): 672.
- Liscow, Zachary. « Counter-Cyclical Bankruptcy Law: An Efficiency Argument for Employment-Preserving Bankruptcy Rules ». *Columbia Law Review* 116 (2016): 1461.
- . « Reducing Inequality on the Cheap: When Legal Rule Design Should Incorporate Equity as Well as Efficiency ». *Yale Law Journal* 123, n° 7 (2014): 2134.

- Lubben, Stephen J., et Rajesh P. Narayanan. « CDS and the Resolution of Financial Distress ». *Journal of Applied Corporate Finance* 24, n° 4 (2012): 129-34. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2012.00406.x>.
- Lucas, Francois-Xavier. « La conversion de créances en actions à l'occasion d'un plan de sauvegarde ou de redressement ». In *Mél. en l'honneur du Pr H. Hovasse*, 152. LexisNexis, 2016.
- . « Le traitement des difficultés de l'entreprise à l'épreuve des droits de l'actionnaire : propriété économique et propriété juridique, qui doit financer la restructuration ? » *Bull. Joly Entrep. diff.*, n° 5 (2013).
- Lucas, Francois-Xavier, et Didier Porrachia. « L'expropriation de l'associé qui ne finance pas la restructuration de la société en redressement judiciaire ». In *Études à la mémoire de P. Neau-Leduc, Le juriste dans la cité*, 629-55. Lgdj, 2018.
- Madaus, Stephan. « Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law ». *European Business Organization Law Review* 19, n° 3 (4 juin 2018): 615-47. <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0113-7>.
- . « Rescuing companies involved in insolvency proceedings with rescue plans ». NACIL Reports, 2013.
- Marek Dubovec, et Giuliano G. Castellano. « Global Regulatory Standards and Secured Transactions Law Reforms: At the Crossroad Between Access to Credit and Financial Stability ». *Fordham International Law Journal* 41, n° 3 (1 janvier 2018): 531.
- Markell, Bruce. « Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification ». *Bankruptcy Developments Journal* 11 (1995): 1.
- Martinez, Jérémy, et Sophie Vermeille. « Quand la constitution s'en mêle. Le respect des droits de propriété respectifs des créanciers et des actionnaires dans les entreprises en difficulté : une question de survie ». *RTDF*, n° 2 (2014): 33.
- Maslen-Stannage, R. « Directors' duties to creditors: Walker v Wimborne revisited ». *Company and Securities Law Journal*, 2013, 76.
- McCormack, Gerard. « Apples and Oranges? Corporate Rescue and Functional Convergence in the US and UK ». *International Insolvency Review* 18, n° 2 (2009): 109-34.
- . « Bankruptcy Forum Shopping: The UK and US as Venues of Choice for Foreign Companies ». *International & Comparative Law Quarterly* 63, n° 4 (octobre 2014): 815-42.
- . « Jurisdictional Competition and Forum Shopping in Insolvency Proceedings ». *The Cambridge Law Journal* 68, n° 1 (2009): 169-97.

- McCormack, Gerard, Andrew Keay, et Sarah Brown. *European Insolvency Law: Reform and Harmonization*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing Ltd, 2017.
- McCormack, Gerard, et Wai Yee Wan. « Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore's Restructuring and Insolvency Laws: Opportunities and Challenges ». *Journal of Corporate Law Studies* 19, n° 1 (2 janvier 2019): 69-104.
- McGowan, Müge Adalet, et Dan Andrews. « Design of Insolvency Regimes across Countries ». *OECD Economic Department Working Papers*, 2018.
- Meltzer, Peter E. « Disenfranchising the Dissenting Creditor through Artificial Classification or Artificial Impairment ». *American Bankruptcy Law Journal* 66 (1992): 281-322.
- Millon, David. « Theories of the Corporation ». *Duke Law Journal* 39, n° 2 (1990): 201-62.
- Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle, et Donna J. Wood. « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts ». *The Academy of Management Review* 22, n° 4 (1997): 853-86.
- Mnookin, Robert, et Lewis Kornhauser. « Bargaining in the Shadow of the Law: The Case of Divorce ». *Yale Law Journal* 88, n° 5 (1 janvier 1979).
- Mokal, Rizwaan Jameel. *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*. Oxford University Press, 2005.
- . « On Fairness and Efficiency ». *The Modern Law Review* 66, n° 3 (2003): 452-67.
- Morgan, Mary S. *The World in the Model: How Economists Work and Think*. Cambridge University Press, 2012.
- Moro, Andrea, Daniela Maresch, et Annalisa Ferrando. « Creditor protection, judicial enforcement and credit access ». *The European Journal of Finance* 24, n° 3 (11 février 2018): 250-81. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1216871>.
- Mucciarelli, Federico M. « Not Just Efficiency: Insolvency Law in the EU and Its Political Dimension ». *European Business Organization Law Review* 14, n° 2 (1 juin 2013): 175-200. <https://doi.org/10.1017/S1566752912001127>.
- Muñoz, David Ramos. « Bankruptcy-Remote Transactions and Bankruptcy Law— a Comparative Approach (Part 1): Changing the Focus on Vehicle Shielding ». *Capital Markets Law Journal* 10, n° 2 (1 avril 2015): 239-74. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmv020>.
- Norberg, Scott F. « Classification of Claims under Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The Fallacy of Interest Based Classification ». *American Bankruptcy Law Journal* 69 (1995): 119.
- North, Douglass C. « Institutions, Transaction Costs and Economic Growth ». *Economic Inquiry* 25, n° 3 (1987): 419-28.

- OCDE. « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy - OCDE ». OECD Capital Market Series, février 2019.
- Ozdenoren, Emre, et Kathy Yuan. « Contractual Externalities and Systemic Risk ». *The Review of Economic Studies* 84, n° 4 (1 octobre 2017): 1789-1817.
- Ozerturk, Saltuk. « Moral hazard, skin in the game regulation and CRA performance ». *International Review of Economics & Finance* 52 (1 novembre 2017): 147-64.
- Paech, Philipp. « The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours ». *Oxford Journal of Legal Studies* 36, n° 4 (1 décembre 2016): 855-84.
- Parisi, Francesco, et Jonathan Klick. « Functional Law and Economics: The Search for Value-Neutral Principles of Lawmaking ». *Faculty Scholarship at Penn Law*, 2004.
- Paterson, Sarah. « Bargaining in financial restructuring: market norms, legal rights and regulatory standards ». *Journal of Corporate Law Studies*, 2014, 333.
- . « Debt Restructuring and Notions of Fairness ». *Modern Law Review* 80 (13 juillet 2017): 600-623.
- . « Finding our way: secured transactions and corporate bankruptcy law and policy in America and England ». *Journal of Corporate Law Studies* 18 (8 mars 2018): 1-30.
- . « Rethinking Corporate Bankruptcy Theory in the Twenty-First Century ». *Oxford Journal of Legal Studies* 36, n° 4 (2016): 697-723.
- . « The Cost of Capital – the Normative Foundation of Corporate Law: A Reply ». *European Company and Financial Law Review* 14, n° 2 (2017): 316–335.
- Payne, J. « Cross-Border Schemes of Arrangement and Forum Shopping ». *European Business Organization Law Review* 14, n° 4 (2013).
- Payne, Jennifer. « The Role of the Court in Debt Restructuring ». *The Cambridge Law Journal* 77, n° 1 (mars 2018): 124-50.
- Pelletier, Serge, et Constance Verroust-Valliot. « Comités de créanciers : la loi de la majorité peut-elle vraiment imposer des conversions forcées de créances aux minoritaires ? » *Rev. proc. coll.*, 2017, étude n°10.
- Pérochon, Françoise. « Comité des établissements de crédit : mode d'emploi ! » *Bull. Joly Entrep. diff.*, 2016, 229.
- Pietrancosta, Alain, et Sophie Vermeille. « Le droit des procédures collectives à l'épreuve de l'analyse économique du droit. Perspectives d'avenir? » *RTDF*, n° 1 (2010): 1.
- Plantin, Guillaume, David Thesmar, et Jean Tirole. « Les enjeux économiques du droit des faillites ». *Notes du conseil danalyse economique* n° 7, n° 7 (1 décembre 2013): 1-12.

- Podeur, Gilles. « Accords de conciliation et plans de sauvegarde. Les restructurations de dettes au confluent du contractuel et du judiciaire ». *D.*, 2017, 1430.
- Pogge, Thomas. *John Rawls: His Life and Theory of Justice*. Oxford, New York: Oxford University Press, 2007.
- Posner, Eric A. « Cost-Benefit Analysis: Definition, Justification, and Comment on Conference Papers ». In *Cost-Benefit Analysis: Legal, Economic, and Philosophical Perspectives*, édité par Matthew Adler et Eric A. Posner, 317. University of Chicago Press, s. d.
- Posner, Eric A., et E. Glen Weyl. *Radical Markets: Uprooting Capitalism and Democracy for a Just Society*. Princeton: Princeton University Press, 2018.
- Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law, Ninth Edition*. 9^e éd. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.
- . *Frontiers of Legal Theory*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2004.
- . « Norms and Values in the Economic Approach to Law ». In *Law and Economics: Philosophical Issues and Fundamental Questions* (ed. Aristides N. Hatzis), 1. Routledge, 2015.
- . *The Economics of Justice*. Reprint edition. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1981.
- . « Utilitarianism, Economics, and Legal Theory ». *The Journal of Legal Studies* 8, n° 1 (1979): 103-40.
- Pottow, John. « Fiduciary Duties in Bankruptcy and Insolvency ». In *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, (Evan J. Criddle, Paul B. Biller, and Robert H. Sitkoff, Eds.). Oxford University Press, 2018.
- Pratt, Shannon P. *Valuing a Business*. 5^e éd. McGraw Hill Professional, 2007.
- Rasmussen, Robert K. « An essay on optimal bankruptcy rules and social justice ». *U. Ill. L. Rev.*, n° 1 (1994): 1.
- . « Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy ». *Texas Law Review* 71 (1993 1992): 51-122.
- . « The Efficiency of Chapter 11 ». *Bankruptcy Developments Journal* 8 (1991): 319.
- . « The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives ». *Washington University Law Review* 72, n° 3 (1 janvier 1994): 1159-1211.
- Rawls, John. *A Theory of Justice. Revised Edition*. 2^e éd. Harvard University Press, 1999.
- Regoli, Nicholas. « Confirmation of Chapter 11 Bankruptcy: A practical guide to the best interest of creditors test ». *TJBL*, n° 41 (2005): 1.
- Ren, Yongqing. *A comparative study of the corporate bankruptcy reorganization law of the US and China /*. The Hague, Netherlands : Eleven International, 2012.

- Renaudin, Muriel. « The modernisation of French secured credit law: law as a competitive tool in global markets ». *International Company and Commercial Law Review* 24 (2013): 385-92.
- « Report of the Insolvency Law Review Committee: Final Report ». Insolvency Law Review Committee (Singapour), 2013.
- Riffard, Jean-François. « L'harmonisation internationale des droits des sûretés mobilières: ne ratons pas le train ». *RD bancaire et fin.*, n° 2 (2016): dossier 11.
- Ringe, Wolf-Georg. « The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market ». *European Business Organization Law Review* 19, n° 1 (1 mars 2018): 1-34.
- Roe, Mark J. « Three Ages of Bankruptcy ». *Harv. Bus. L. Rev.* 7 (2017): 188.
- Roussel Gale, Philippe. « Principales innovations intéressant le droit des entreprises en difficulté dans le projet de loi PACTE ». *Rev. proc. coll.*, 2018, 14-16.
- Roussel Gale, Philippe, et Françoise Pérochon. « Sûretés et droit des procédures collectives, le couple infernal ». *Rev. proc. coll.*, 2016, 65-66.
- Schumpeter, Joseph Alois. *Capitalism, Socialism and Democracy*. Routledge, 1976.
- Schwartz, Alan. « A Theory of Loan Priorities ». *The Journal of Legal Studies* 18, n° 2 (juin 1989): 209-61.
- Scitovsky, Tibaux. « A Note on Welfare Propositions in Economics ». *Review of Economic Studies* 9, n° 1 (1994): 77-99.
- Segal, Ilya, et Michael D Whinston. « The Efficiency of Bargaining under Divided Entitlements ». *The University of Chicago Law Review* 81 (2014): 273.
- Shleifer, Andrei, et Robert W. Vishny. « Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach ». *The Journal of Finance* 47, n° 4 (1992): 1343-66.
- Stanghellini, Mokal, et Tirado Paulus. « Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law ». CEDAM, 2018. <https://www.codire.eu/materials/>.
- Stigler, George J. « The Economics of Information ». *Journal of Political Economy* 69, n° 3 (1 juin 1961): 213-25.
- Stiglitz, Joseph E. « Information and Capital Markets ». National Bureau of Economic Research, mai 1981. <https://doi.org/10.3386/w0678>.
- Sullivan, Teresa A., Elizabeth Warren, et Jay Lawrence Westbrook. « Less Stigma or More Financial Distress: An Empirical Analysis of the Extraordinary Increase in Bankruptcy Filings ». *Stanford Law Review* 59, n° 2 (2006): 213-56.
- Sunstein, Cass R. *Infotopia: How Many Minds Produce Knowledge*. Oxford, New York: Oxford University Press, 2006.

- Sutton, Robert I., et Anita L. Callahan. « The Stigma of Bankruptcy: Spoiled Organizational Image and Its Management ». *Academy of Management Journal* 30, n° 3 (1987): 405-36.
- Tadelis, Steven. *Game Theory. An Introduction*. Princeton University Press, 2013.
- Tajti, Tibor. « Bankruptcy Stigma and the Second Chance Policy: The Impact of Bankruptcy Stigma on Business Restructurings in China, Europe and the United States ». *China-EU Law Journal* 6, n° 1 (2018): 1-31.
- Taleb, Nassim Nicholas. *Skin in the Game: Hidden Asymmetries in Daily Life*. New York: Random House, 2018.
- Tiret, Clément. « Retour sur les débats intervenus autour de la directive Insolvabilité au sein des institutions européennes ». *RPC*, n° 3 (2019): dossier n° 16.
- Tirole, Jean. *Économie du bien commun*. Paris: PUF, 2016.
- Tollenaar, Nicolaes. *Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework*. Oxford, New York: Oxford University Press, 2019.
- . « The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings (June 1, 2017) ». *Insolvency Intelligence* 30, n° 5 (2017).
- Ucbasaran, Deniz, Dean A. Shepherd, Andy Lockett, et S. John Lyon. « Life After Business Failure: The Process and Consequences of Business Failure for Entrepreneurs ». *Journal of Management* 39, n° 1 (2013): 163-202.
- Umfreville, Chris, Paul Omar, Heike Lücke, Irene Lynch Fannon, Michael Veder, et Laura Carballo Piñeiro. « Recognition of UK Insolvency Proceedings Post-Brexit: The Impact of a 'No Deal' Scenario ». *International Insolvency Review* 27, n° 3 (2018): 422-44. <https://doi.org/10.1002/iir.1325>.
- United Nations Commission On International Trade Law. « UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law (Date of adoption: Parts one and two, 25 June 2004; part three, 1 July 2010; part four, 18 July 2013) », s. d. Consulté le 1 septembre 2019.
- Verdoes, Tim, et Anthon Verweij. « The (Implicit) Dogmas of Business Rescue Culture ». *International Insolvency Review* 27, n° 3 (2018): 398-421.
- Vermeille, Sophie. « Les effets pervers de la règle absolue de confidentialité applicable durant les procédures de prévention des difficultés. Plaidoyer à l'attention du législateur et des tribunaux en faveur de plus de transparence ». *RTDF*, n° 4 (2018): 23.
- Vermeille, Sophie, et Adrien Bézert. « Sortir de l'impasse grâce à l'analyse économique du droit : Comment rendre à la fois le droit des sûretés réelles et le droit des entreprises en difficulté efficaces ? » *RTDF*, n° 1 (2014).
- W. Brian, Arthur. « Complexity Economics : A Different Framework for Economic Thought ». In *Complexity and the Economy*. Oxford University Press, 2014.

- Walters, A. « The Impact of Brexit on Judicial Cooperation in Cross-Border Insolvency and Restructuring in the European Union ». *Orizzonti Del Diritto Commerciale* 2018 (décembre 2018).
- Warren, Elisabeth. « Bankruptcy Policy ». *U. Chicago L. Rev.* 54, n° 3 (1987): 775.
- Warren, Elisabeth. *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*. 3rd ed. edition. New York, NY: Aspen Publishers, 2008.
- Weijs, Rolef de. « Preventive Restructuring Framework and the last moment introduction of Relative Priority (letter) », 20 mars 2019.
- Weijs, Rolef de, Aart Jonkers, et Maryam Malakotipour. « The imminent distortion of European Insolvency Law: how the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing “relative priority” ». *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper*, 2019.
- Wessels, B., et R. de Weijs. « Proposed Recommendations for the Reform of Chapter 11 U.S. Bankruptcy Code ». *Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper* 2015, n° 37 (2015).
- Wessels, Bob, et Stephan Madaus. « Rescue of Business in Insolvency Law ». Instruments of the European Law Institute, 6 septembre 2017.
- Westbrook, Jay L., Charles D. Booth, Christoph G. Paulus, et Harry Rajak. *A Global View of Business Insolvency Systems*. Washington, D.C. : Leiden ; Boston: Martinus Nijhoff, 2009.
- Wiggins, Robert R., et Timothy W. Ruefli. « Sustained Competitive Advantage: Temporal Dynamics and the Incidence and Persistence of Superior Economic Performance ». *Organization Science* 13, n° 1 (2002): 82-105.
- Williamson, Oliver. « On the Governance of the Modern Corporation ». *Hofstra Law Review* 8, n° 1 (1979).
- Zhang, Daoning. « Preventive Restructuring Frameworks: A Possible Solution for Financially Distressed Multinational Corporate Groups in the EU ». *European Business Organization Law Review*, 7 janvier 2019.
- Zhou, Qi. « The Evolution of Efficiency Principle: From Utilitarianism to Wealth Maximization ». *SSRN*, 2005.
- Zwieten, Kristin Van. « Corporate Rescue in India: The Influence of the Courts ». *Journal of Corporate Law Studies* 15, n° 1 (2015): 1-31.