



DROIT ET CROISSANCE
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

La directive européenne insolvabilité, une opportunité pour la France de se focaliser sur le long terme ?

par **Sophie Vermeille**, fondatrice de Droit & Croissance
Eva Fourel, membre de Droit & Croissance

Introduction – La directive restructuration, un moment charnière ?

Le droit européen des entreprises en difficulté vient de franchir une étape majeure avec l'adoption par le Conseil de l'Europe le 6 juin 2019 de la directive « restructuration et insolvabilité ». A présent, la France a deux ans pour transposer la directive. Cette perspective invite à examiner l'efficacité économique des différents modes de traitement des difficultés des entreprises.

Le droit des entreprises en difficulté a pour objectif selon les économistes de : 1) faire le tri entre les entreprises viables et non viables, 2) abaisser le coût du crédit et 3) maximiser la valeur des actifs de l'entreprise¹.

De ce point de vue le droit français manque d'efficacité.

Les statistiques font notamment état d'un taux rechute important à 5 ans des sociétés qui émergent d'une procédure collective. Cette situation est symptomatique d'une difficulté du droit français à discriminer au cas par cas les entreprises viables des entreprises non viables, et d'une carence du dispositif dans sa mission consistant à désendetter suffisamment les entreprises viables afin qu'elles disposent d'une vraie « seconde chance ».

La raison fondamentale de cette inefficacité sur un plan économique tient au fait que notre droit a pour particularité de chercher à préserver l'emploi à court terme à tout prix, confondant équité et efficacité.

La directive restructuration propose un changement de paradigme en requérant l'accord d'au moins une catégorie de créanciers pour adopter un plan, contrairement au régime actuel en France.

¹ Comme le rappellent par exemple Plantin G., Thesmar D. et Tirole J. (2013), « Les enjeux économiques du droit des faillites », note n° 7, Conseil d'analyse économique, juin 2013

Celle-ci laisse toutefois beaucoup de marge de manœuvre aux États Membres dans la transposition, aussi il est critique que la France prenne conscience des effets pervers du droit français des entreprises en difficulté (I), revienne aux fondements économiques du droit des entreprises en difficulté (II) et tienne compte des enjeux macro-économiques sous-jacents à la transposition de la directive (III).

I. Un constat : l'inefficacité économique du droit français

1.1 La préservation de l'emploi à tout prix

Il existe deux catégories principales de procédures : les procédures de négociation amiables (mandat ad hoc et conciliation) et les procédures collectives (procédure de liquidation, de redressement judiciaire et de sauvegarde, cette dernière constituant un intermédiaire entre la phase dite « préventive » et la faillite proprement dite). Les deux dernières sont réservées aux débiteurs en situation de cessation des paiements (impossibilité de faire face à leur passif exigible avec leur actif disponible), qui seule, en droit français, permet le dessaisissement du dirigeant du débiteur au profit des administrateurs judiciaires. Il ne devrait pas exister de distinction d'objectifs entre les deux types de procédure (amiables et collectives), pourtant c'est le cas pour le législateur français.

De manière générale, depuis la loi du 25 janvier 1985, les procédures collectives sont l'expression d'un interventionnisme économique du juge : le tribunal a la possibilité d'imposer un étalement sur 10 ans de la dette aux créanciers sans leur consentement, ce qui est la plus grande singularité du droit français des entreprises en difficulté.

Le droit français favorise ainsi, grâce au mécanisme de l'étalement contraint des dettes, la continuation de la vie de la société au détriment de la cession de son activité à un tiers, une telle cession présentant l'inconvénient du point de vue du législateur de permettre juridiquement au repreneur de choisir les emplois qu'il souhaite conserver.

La seconde singularité importante du droit français est qu'il permet au tribunal de ne pas choisir l'offre la mieux disante en plan de cession, mais celle qui préserve le plus d'emplois.

Des réformes successives ont eu tendance à redonner du pouvoir aux créanciers, en favorisant les modes de résolution des difficultés dits « amiables » (mandat ad hoc, puis conciliation), combinés le cas échéant, avec une procédure collective accélérée (procédure de sauvegarde accélérée, puis procédure de sauvegarde financière accélérée), mais le droit français ne s'est jamais affranchi de la logique fixée par la loi de 1985.

1.2 Des statistiques qui mettent en évidence les effets pervers pour les entreprises

A ce jour, les effets pervers de cette situation sont nombreux. Les statistiques montrent à cet égard que les procédures collectives ne sont pas efficaces et n'assurent pas la pérennité sur le long terme des entreprises. En France :

- Si 28% des procédures de sauvegarde ont fait l'objet d'une conversion en liquidation judiciaire en 2014² et près de 60% des redressements judiciaires ont été convertis en liquidation judiciaire en 2016³, le taux de rechute reste très important. Cinq ans après avoir émergé d'une procédure collective, il est de 65% pour les entreprises qui émergent du redressement judiciaire et de 50% pour les entreprises qui émergent d'une procédure de sauvegarde selon les chiffres d'Euler Hermès⁴.
- Ces chiffres doivent être mis en perspective avec le taux de rechute beaucoup moins important du *Chapter 11*. Entre 1983 et 2013, environ 18,5% des entreprises qui émergeaient d'une procédure de *Chapter 11* se plaçaient à nouveau sous la protection du tribunal dans les années suivantes⁵. Si le taux de conversion du *Chapter 11* en *Chapter 7* (procédure liquidative) est de 21% sur un échantillon d'entreprises cotées⁶, il est supérieur à 50% pour les PME⁷.

Lorsque l'entreprise est finalement liquidée et qu'un plan de cession est organisé en dépit des répercussions pour l'emploi, le taux de recouvrement moyen des créanciers en plan de cession n'est que de 6% selon un rapport de KPMG⁸.

Ces statistiques reflètent des conséquences délétères de la préférence donnée à l'emploi à court terme, obligeant, par ailleurs, les créanciers à internaliser un plus grand risque de perte, ce qui augmente le coût du financement pour les entreprises. Jusqu'à présent le législateur a préféré s'attaquer à ce problème en multipliant les régimes dérogatoires aux règles générales, plutôt que de corriger la source des problèmes, ce qui maintient un droit inutilement complexe et donc trop coûteux.

² Deloitte – Altares, « *L'entreprise en difficulté en France. Dans l'antichambre de la reprise* », mars 2015.

³ Deloitte, « *L'entreprise en difficulté en France en 2016, un équilibre fragile* », mars 2017.

⁴ Statistiques de crédit-assureur, Euler Hermès de 2015, disponibles sur demande. Au niveau national, ces taux sont nécessairement plus élevés, puisque les entreprises qui s'assurent auprès d'Euler Hermès contre le défaut de leurs propres clients, le font parce que leurs clients sont d'une taille relativement significative et donc, plus susceptibles de se sortir de leurs difficultés.

⁵ V. E. Altman, « *Revisiting the Recidivism-Chapter 22 Phenomenon in the U.S. Bankruptcy System* », 8 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. (2014).

⁶ E. Hotchkiss, K. John, K. Thorburn, et R. Mooradian, « *Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress* » (Janvier 2008). Disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1086942>.

⁷ E. Morrison, « *Bankruptcy Decision making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies* » (January 25, 2006), Columbia Law and Economics Working Paper No. 239. Disponible sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=880101>.

⁸ Rapport intitulé « Les reprises à la barre du tribunal : Analyse statistique des pratiques en plan de cession 2017-2018 », accessible sur <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/fr/images/2019/06/fr-les-reprises-a-la-barre-du-tribunal.pdf>

1.3 Un droit qui pénalise les entreprises innovantes et les petites entreprises

Le législateur a ainsi encouragé le recours à des techniques de financement permettant d'échapper à la discipline collective des procédures. Parmi eux, le crédit-bail pour les petites et moyennes entreprises est similaire à un prêt finançant un actif, mais est juridiquement une location d'actifs avec option d'achat, ce qui permet d'exiger le règlement du loyer durant la période d'observation (alors que le remboursement du prêteur est gelé), et qui offre au crédit bailleur un droit de suite très puissant en cas de cession, créant parfois une contrainte importante à la cession de l'entreprise entière. La position de l'inspection générale des finances est symptomatique de l'approche française : le rapport de 2015⁹ cherche à évaluer si le recours au crédit-bail pose problème au regard de la pratique des procédures collectives, sans questionner plus largement la pertinence du droit des procédures collectives.

De la même manière, le législateur accorde des privilèges à certaines catégories de créanciers titulaires de sûretés, pour des raisons souvent obscures. Par exemple, le créancier qui finance un actif en particulier a la possibilité d'avoir un droit de suite en cas de cession de l'actif au profit d'un repreneur, alors que d'autres sûretés accordées au prêteur général sont inefficaces (par exemple le nantissement de fonds de commerce), ce qui pénalise les entreprises recherchant ce type de financement.

Le droit des sûretés est devenu complètement illisible, prévoyant un régime sous-jacent spécifique pour chaque type de sûretés, ce qui nuit à l'octroi de crédit, compte tenu des coûts de transaction (coûts d'information et de négociation corrélés à la complexité du cadre juridique).

1.4 Un droit qui pénalise les entreprises de grande taille viables mais insolvable

La préférence pour l'emploi conduit par ailleurs le droit français à opposer systématiquement les intérêts des créanciers à ceux du débiteur, puisque le législateur fait de la survie de la société, et non de l'activité, un objectif. Or, dans certaines situations, les intérêts de certains créanciers (dits résiduels) sont alignés avec l'objectif de préservation de l'activité de l'entreprise lorsque la société est insolvable (elle ne peut plus rembourser à terme ses dettes), puisque leur sort s'aggrave ou s'améliore de manière corrélative avec celui de l'activité de l'entreprise (le droit des créanciers à être remboursés dans les conditions initialement prévues se trouvant remis en question). A l'inverse, les intérêts des actionnaires et de l'activité de l'entreprise ne sont pas alignés : n'ayant rien de plus à perdre, ils peuvent demander au dirigeant de prendre des décisions risquées. Le droit français ne traite pas de ce conflit entre actionnaires et créanciers.

Les entreprises de taille importante connaissent pourtant souvent un tel problème de conflit entre actionnaires et créanciers. Elles présentent en effet la particularité de pouvoir connaître un résultat opérationnel positif, mais d'avoir à faire face à des dettes considérables du fait de la préférence accrue ces dernières années pour le financement par la dette plutôt que par les fonds propres (notamment pour des raisons fiscales). Des sociétés peuvent alors être insolvable mais opérationnellement viables. Cette situation influe sur les priorités de gestion bien avant l'arrivée au terme des créances : les dirigeants tendent à prendre des décisions pour faire face à la dette à court terme au détriment de la valeur à long terme, pouvant conduire inutilement à une diminution significative de la valeur des actifs. Le droit ne traite pas de ce conflit entre créanciers et actionnaires et donc n'empêche pas cette destruction

⁹ Rapport de janvier 2015, intitulé « Le crédit-bail et les entreprises en procédures collectives », A. Jevakhoff, accessible sur <http://www.igf.finances.gouv.fr/files/live/sites/igf/files/contributed/IGF%20internet/2.RapportsPublics/2015/2014-M-099.pdf>

de valeur tant que la société n'est pas en cessation des paiements. La préférence pour l'emploi conduit ainsi indirectement à donner des droits exorbitants aux actionnaires et à retarder le traitement des difficultés de l'entreprise.

II. La directive européenne : un moyen de redonner de l'efficacité économique aux droits des entreprises en difficulté en Europe ?

A certains égards, la directive semble ambiguë dans la hiérarchisation des objectifs. En particulier, elle justifie l'atteinte aux droits des créanciers non pas seulement par des impératifs de création d'un cadre de négociation optimal, mais également par la nécessité de tenir compte d'objectifs d' « intérêt général », ce qui redonne une place à la préservation des emplois à court terme et laisse craindre que la directive n'ait été rédigée dans l'idée que toutes les entreprises devraient être redressées, ce qui est économiquement faux.

C'est en raison de ce socle conceptuel incohérent que la transposition revêt un enjeu si crucial : la marge de manœuvre laissée aux législateurs nationaux est telle qu'il est possible d'en faire une transposition conforme aux enseignements de l'analyse économique du droit, ou au contraire une extension du champ d'application de présupposés économiquement erronés.

2.1 Donner le pouvoir de décision à ceux qui subissent les conséquences de leurs actes

Pour les petites entreprises, cela signifie que l'établissement bancaire décide du sort de l'entreprise. Alors, en cas de liquidation, le dirigeant devrait être en droit d'offrir un prix pour récupérer les actifs : ce que ne prévoit pas la directive qui a tendance à vouloir imposer une restructuration des dettes de la petite entreprise.

Pour les entreprises de taille plus importante, cela signifie laisser aux classes pivot (qui ont le plus intérêt à un redressement ou à une maximisation des actifs) de créanciers dans la procédure collective le soin de décider du sort de l'entreprise, c'est à dire les créanciers dont les intérêts sont partiellement mais non complètement couverts par l'actif disponible d'après le plan (dits « créanciers résiduels »). Ceci se traduit notamment par la règle d'application forcée interclasse sur la base du vote d'une majorité de classes. Les règles autour des classes de créanciers sont un moyen d'aligner les intérêts au sein des classes, et d'éviter les abus lorsque les intérêts des différents créanciers divergent. L'alignement des intérêts permet de comprendre qu'il faut éviter un monopole décisionnel des associés lorsqu'il s'agit de faciliter la conversion des créances en actions, mais également un interventionnisme du juge trop important. La directive offre cette possibilité mais ne contraint pas les Etats membres à faciliter la conversion de la dette en capital.

2.2 Faciliter un traitement en amont et rapide des difficultés

Pour maximiser la valeur des actifs des entreprises (dans l'intérêt de toutes les parties prenantes), il importe de traiter le plus tôt possible les difficultés d'entreprise (puisque cela revient à réduire les coûts sur l'activité liés au surendettement des entreprises). C'est un sujet sur lequel la France a de l'avance par rapport aux autres Etats européens.

Les statistiques présentées dans un rapport de France Stratégie d'avril 2018¹⁰ illustrent l'intérêt d'une procédure précoce, puisque les entreprises en procédure de sauvegarde ont deux fois plus de chances d'obtenir un plan de sauvegarde que les entreprises placées en redressement d'obtenir un plan de continuation ou un plan de cession, l'alternative à la sauvegarde étant la liquidation.

D'autre part, des périodes d'observation plus courtes permettraient d'accélérer les procédures et d'en réduire le coût pour les créanciers (la créance étant gelée) et sur l'activité (du fait de l'effet que cela provoque pour les fournisseurs et les clients), ce qui conduirait à une maximisation de la valeur des actifs des entreprises et à une meilleure protection des intérêts des créanciers. La solution étant plus satisfaisante, elle est de plus susceptible d'être adoptée plus rapidement.

2.3 Renforcer les droits des créanciers titulaires de sûretés

Par ailleurs, afin de renforcer les droits des créanciers titulaires de sûretés, réduire les recours aux techniques de financement qui échappent à la procédure collective et simplifier le droit des sûretés, il est important que les créanciers titulaires de sûretés ne siègent pas au sein des mêmes classes que les créanciers chirographaires (telles qu'envisagées par la directive restructuration a priori même si ce n'est pas clairement dit). En vertu de la règle du meilleur intérêt des créanciers, le législateur ne peut ignorer l'existence de ces sûretés.

Si l'on revient à l'essence même du droit des entreprises en difficulté, c'est-à-dire à l'objectif de maximisation de la valeur qu'il est possible d'obtenir, le régime des sûretés pourrait n'être que contractuel (et donc la loi beaucoup plus simple), exception faite des obligations de publicité. En effet, si le droit des entreprises en difficulté permettait de trouver une solution optimale, puisqu'alors un traitement optimal des différents types de créanciers serait déjà garanti.

III. L'enjeu pour l'Europe d'une amélioration de l'efficacité économique du droit des entreprises en difficulté

Les objectifs économiques principaux pour l'Europe derrière le droit des entreprises en difficulté sont d'assurer des conditions de financement équivalentes et à moindre coût pour les entreprises (les PME en particulier), la diminution du nombre de prêts non performants dans le bilan des banques européennes et l'amélioration de l'Union des Marchés de Capitaux. Nous revenons sur ces deux derniers points.

¹⁰ Le Rapport de France Stratégie d'avril 2018 « Entreprises en difficulté financière : procédure de sauvegarde ou redressement judiciaire ? » disponible sur le site de France Stratégie (https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/fs-ns-2018-entreprises_en_difficute_financiere-17042018.pdf)

3.1 Un droit des entreprises en difficulté plus efficace : condition de l'aboutissement de l'Union des Marchés de Capitaux

Les études ont montré qu'un marché du financement dynamique doit nécessairement s'appuyer de manière indissociable sur les banques et sur les marchés de capitaux, puisque cela constitue une diversification des sources de financement susceptible d'améliorer la résilience de l'économie face aux crises bancaires et conduirait à davantage de stabilité financière¹¹. Une efficacité renforcée du droit des entreprises en difficulté facilite la coordination d'un grand nombre de créanciers et donc le développement des marchés obligataires, point clé de l'Union des Marchés de Capitaux. Il est important que le législateur ait sa perspective en tête et n'oublie pas de traiter les obligataires sur un même plan que les établissements bancaires.

3.2 Réduire l'exposition des banques aux prêts non performants : une priorité de la Banque Centrale Européenne

L'objectif d'assainissement des bilans des banques soulève une question complexe, qui a des répercussions à plusieurs niveaux au sein de l'économie, et qui fait partie des préoccupations centrales de la BCE : celle des prêts non performants. En effet, en raison des règles prudentielles applicables, l'exposition à ces prêts contraint les banques à couvrir leurs risques, mobilisant une partie de leurs ressources et diminuant le montant total qu'elles peuvent prêter. Avec une offre de crédit réduite, les ressources ne sont pas allouées au financement des entreprises nouvelles, sources potentielles d'innovation et de création d'emplois à long terme, et le crédit disponible peut être capturé par le maintien à flot d'entreprises non performantes ayant beaucoup de salariés. Pour cette raison, la BCE a beaucoup poussé en faveur d'un droit des entreprises en difficulté conforme aux enseignements de l'analyse économique du droit, tout comme les pays nordiques.

Une transposition de la directive restructuration conforme à l'analyse économique du droit est un premier pas vers une nécessaire transformation du système français, dans un contexte de concurrence normative qui devrait, espère-t-on, inciter les législateurs nationaux à proposer des régimes les plus attractifs possibles pour les investisseurs. Il faut retenir que les objectifs d'équité sociale français, comme les objectifs économiques de l'Union Européenne, peuvent être atteints en prenant conscience des conséquences positives à long terme d'un droit des entreprises en difficulté plus efficace.

¹¹ Anderson. N and al., 2015, A European Capital Markets Union: implications for growth and stability, Financial Stability Paper No. 33, February 2015

Références

OSEO (2008). « Une analyse comparative des procédures de faillite : France, Allemagne, Royaume-Uni », *Regards sur les PME (Observatoire des PME)*, édition du 16 juin 2008 (https://www.bpifrance-lelab.fr/content/download/1528/12924/version/1/file/Regards_PME_16_Faillite.pdf)

STANGHELLINI L., MOKAL R., PAULUS C. G. & TIRADO I. (2018)gnacio, “Best Practices in European Restructuring - Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law” (September 20, 2018)., aAvailable at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3271790> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3271790>

TOLLENAAR N. (2019), “Pre-Insolvency Proceedings: A Normative Foundation and Framework”, *Oxford University Press*, Oxford, ISBN 9780198799924

VERMEILLE S. & BEZERT A. (2013) « 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°4

VERMEILLE S. & PIETRANCOSTA A. (2010) « Le droit des procédures collectives à l’épreuve de l’analyse économique du droit : Perspectives d’avenir ? », *RTDF*, n°1

VERMEILLE S. & ROTARU V. (2019) « La Directive Restructuration : un texte sans socle intellectuel cohérent, mais une opportunité unique pour la France », *Droit et croissance*