

# Le droit des entreprises en difficulté : un droit déconnecté des enseignements de la recherche en économie et de l'évolution de la finance

## La transposition de la directive « pre-insolvency » 2019/1023 :

- Une chance (inespérée) à condition de tenir compte des erreurs du passé
- Un périmètre bien plus large que les seules mesures préventives

### **Pole Restructuring**

**Droit & Croissance / *Rules for Growth***

V. 06 janvier 2021



**DROIT ET CROISSANCE**  
FAIRE DU DROIT UN VECTEUR DE CROISSANCE

|                   |  |         |
|-------------------|--|---------|
| <b>Partie I</b>   | <b>Les écueils du droit français</b>                     | Page 3  |
| <b>Partie II</b>  | <b>Une succession de réformes inabouties ou inutiles</b> | Page 20 |
| <b>Partie III</b> | <b>Les enjeux des restructurations préventives</b>       | Page 24 |



**PARTIE I**

**LES ECUEILS DU DROIT FRANCAIS ILLUSTRÉS**



## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 1er ECUEIL : Une fonction redistributive trop forte du droit des procédures collectives (1)

- Depuis la loi de 1985, la **préservation de l'emploi** est au cœur du dispositif législatif → l'étendue du privilège et du super-privilège des salariés est symptomatique
- Préférence pour le **maintien de la personne morale à tout prix, avec risque d'enracinement du dirigeant** ; croyance qu'un tel maintien protège davantage les emplois que le transfert de l'activité de l'entreprise (qui pourtant peut améliorer le sort des créanciers)
- Alors qu'il **n'a pas été démontré empiriquement** que pénaliser les créanciers en procédure collective favorise la poursuite des entreprises et donc l'emploi, **au contraire** (J. Armour & Co *How do creditor rights matter for debt finance? A review of empirical evidence*, 2015 et Andrea Polo, *Secured Creditor in Bankruptcy: Costs and Conflicts*, 2012)
- Une loi d'ordre public, comme le droit des entreprises en difficulté, a dès lors un caractère dit « redistributif » = est **particulièrement intrusive dans l'application des contrats de départ** (prêts, sûretés etc.), à un moment où ces derniers ne peuvent plus s'appliquer (puisque la société est proche du défaut)



## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 1er ECUEIL : Une fonction redistributive trop forte du droit des procédures collectives (2)

- **Faible confiance dans la capacité des parties à aboutir d'elles-mêmes à un accord** favorisant la préservation de l'entreprise lorsqu'elle est viable : le juge exerce une **magistrature économique** pour garantir l'effet redistributif du droit ; capacité à imposer un plan en dépit de l'accord de tous les créanciers
- Une loi aussi intrusive dans l'application des contrats **provoque nécessairement des effets pervers non souhaités par le législateur** (rationnement du crédit bancaire par ex.), du fait de la **modification des comportements qu'elle génère en anticipation de son application**
- Par opposition, une loi, bien que d'ordre public, peut chercher à s'appliquer que **lorsque les contrats sont incomplets, c'est à dire lorsque les parties n'ont pas prévu en amont du défaut comment traiter la difficulté** (ce qui est impossible en pratique) : autrement dit, on cherche à imaginer, à travers la loi, quel serait le prolongement naturel du contrat tel que l'auraient voulu les parties au moment de contracter et ce, dans l'intérêt du plus grand nombre → **vision des économistes de la défaillance qui s'oppose directement à l'approche redistributive**

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 2e ECUEIL : Le droit français reste focalisé sur le modèle de la petite entreprise entrepreneuriale (1)

Il est **absolument nécessaire** de distinguer petites et grandes entreprises :

- **Petite entreprise** = dirigeant-actionnaire unique ou majoritaire, structure de passif très simple (une banque et quelques fournisseurs), valeur fortement dépendante des qualités de l'entrepreneur (donc de son maintien au capital) tant que l'entreprise est viable = **absence de marché secondaire pour le rachat des actions et des créances**
- **Grande entreprise** = dirigeant souvent minoritaire et non indispensable, structure de passif complexe (banques, créanciers obligataires de séniorités variables, dettes convertibles, etc.), valeur dissociée de l'identité des actionnaires → **nécessité de distinguer les questions opérationnelles et les questions de structure de bilan**
- **Existence d'un marché secondaire** pour les actions et la dette des **seules grandes entreprises** : **critère essentiel de distinction entre grandes et petites entreprises** → il est possible de modifier la structure du bilan des grandes entreprises sans impacter leur situation opérationnelle

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 2e ECUEIL : Le droit français reste focalisé sur le modèle de la petite entreprise entrepreneuriale (2)

- La situation financière d'une **grande entreprise** peut l'exposer à plusieurs conflits :
  - Entreprise viable et solvable : alignement d'intérêts des parties pour l'essentiel
  - Entreprise viable mais insolvable : oppositions d'intérêts complexes entre actionnaires vs créanciers et créanciers junior vs senior (objectif : **restructuration**)
  - Entreprise non viable et insolvable : opposition d'intérêts plus simple à résoudre entre les parties prenantes (objectif : **liquidation**)
  
- La situation financière d'une **petite entreprise** l'expose à un seul type de conflit si la société n'est pas viable : créanciers vs dirigeant-actionnaire de contrôle / **si elle est viable, leurs intérêts sont alignés**

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (1)

- Dans un contexte d'innovation financière, **que signifie avoir la qualité d'actionnaire ?**  
Qu'est ce qu'a changé l'émergence des **sociétés à responsabilité limitée en terme de prise de risque ?**
- **Pourquoi la détention d'actions ne peut-elle être la seule justification d'attribution des droits de vote dans l'entreprise ?** Comprendre le couple risque / rendement
- Quelle différence y a-t-il entre une entreprise *in bonis* et une entreprise en difficulté ?  
→ nécessité d'avoir recours à la **théorie des incitations / concept d'aléa moral**
- **Changement de la structure des bilans des grandes entreprises** au fur et à mesure du développement de l'innovation financière : de plus en plus de dette pas chère avec des caractéristiques permettant d'utiliser l'effet de levier au maximum et hausse du rendement actionnarial dans un contexte de concurrence pour la survie accrue  
  
→ **l'actionnaire « joue » de plus en plus avec l'argent des autres (les créanciers)**

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (2)

- **L'innovation financière** a conduit à des structures de bilan complexes pour les grandes entreprises ayant pour conséquence une **multiplication des entreprises opérationnellement viables mais financièrement insolvables**, qui doivent être distinguées des entreprises non viables
- Ceux qui décident du sort de l'entreprise en difficulté doivent avoir les meilleures incitations : la recherche de **l'alignement des intérêts des décideurs avec celui de l'entreprise** passe par un **transfert du contrôle des actionnaires à certains créanciers** lorsque les grandes entreprises deviennent insolvables
- A contrario : un tel **transfert du contrôle est improbable pour les petites entreprises viables** : les créanciers préfèrent prendre les pertes avant les actionnaires dans l'espoir d'un redressement futur)
  - Cependant, les petites entreprises insolvables sont souvent non viables, et il est alors préférable d'organiser la liquidation et le transfert des actifs à un tiers ou même au dirigeant

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (3)

- **Quand est-ce que la société est insolvable ?** Lorsque les difficultés sont tellement insurmontables que le dirigeant (qui doit désormais avoir pour mission de minimiser les pertes des créanciers) **n'a plus d'autre choix que de provoquer une restructuration en profondeur du bilan**, le cas échéant en procédure de sauvegarde → **il n'existe pas de critère juridique ou comptable.**
- Si la société dont la structure du bilan est inadaptée tarde trop à opérer sa restructuration financière, risque de contagion sur le plan opérationnel → **Coûts de détresse financière** (insuffisance des investissements et donc perte de compétitivité, départ des meilleurs salariés) qui réduit au final l'assiette non seulement des actionnaires mais aussi des créanciers → **les problèmes de bilan et les problèmes opérationnels ne peuvent pas être totalement distingués**
- Il ne s'agit pas d'une atteinte au droit de propriété des actionnaires, dès lors que leurs actions n'ont virtuellement plus aucune valeur + **le droit de propriété des créanciers a une valeur constitutionnelle** tout comme le droit de propriété des actionnaires

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (4)

- Lorsqu'il s'agit de transférer le contrôle des grandes entreprises naît une divergence d'intérêts des différentes parties prenantes :
  - **Actionnaires** : sont tout en bas de la hiérarchie des créances et ont donc intérêt à un sauvetage de l'entreprise à tout prix, même lorsqu'elle est insolvable et/ou viable
  - **Créanciers** : ont intérêt à ce que l'entreprise soit (i) **restructurée** lorsqu'elle demeure viable et qu'il existe une **plus-value de restructuration** (= l'entreprise restructurée a une valeur supérieure à sa valeur liquidative) et (ii) **liquidée** lorsqu'il n'existe pas de plus-value à la restructuration
  - Divergence d'intérêts supplémentaire (i) entre **créanciers junior et senior** (les premiers peuvent avoir intérêt au sauvetage à tout prix lorsqu'ils sont *out of the money*) et (ii) entre **créanciers titulaires de sûretés** et **créanciers chirographaires** (même problème)

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (5)

- **Conclusion** : nécessité de mettre aux commandes les parties prenantes qui ont **intérêt à maximiser la valeur de l'entreprise** (et donc à éviter de faire subir à l'avenir à l'entreprise des coûts de détresse financière) :
- Entreprise solvable : les **actionnaires**, qui cherchent à maximiser la valeur de l'entreprise, doivent être aux commandes (≠ créanciers qui veulent juste être remboursés)
- Entreprise insolvable : les **créanciers *in the money***, qui cherchent à obtenir le remboursement de leur créance et ont intérêt à une relance de l'activité de l'entreprise lorsqu'elle est viable, doivent être aux commandes ; ils choisiront de la restructurer s'il existe une plus-value de restructuration et de la liquider dans le cas contraire

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (6)

- Pourquoi la cessation des paiements est-elle un concept dépassé ?
  - Le critère de la cessation des paiements continue de jouer un rôle central dans notre droit puisqu'elle est le moment à partir duquel (i) le dirigeant est tenu d'ouvrir une procédure collective (idée à nouveau de l'aléa moral qui peut l'en dissuader) et (ii) la période suspecte prend fin
  - Or, compte tenu de la multiplication des sociétés viables mais insolvable, **l'actionnaire peut se retrouver dans une situation d'aléa moral bien en amont de la crise de trésorerie**, dès lors qu'il anticipe que la société n'arrivera pas à surmonter le « mur de la dette » → risque important pour les tiers, à commencer par les créanciers et les salariés (ex. : les **distributions de dividendes en amont de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde doivent être sanctionnées**)
  - **La distinction entre procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire**, qui repose toute entière sur le critère de cessation des paiements, **ne se justifie donc plus et** il est nécessaire de faire **démarrer la période suspecte bien plus tôt**

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (7)

- Il faut envisager la société comme un gâteau dont **la taille dépend des flux de trésorerie futurs ramenés à la valeur présente** ; la taille du gâteau dépend des hypothèses des parties quant au futur de l'entreprise sur un plan opérationnel, lesquelles peuvent être plus ou moins être optimistes : **il peut exister des conflits sur la valorisation de l'entreprise**
- Autour de ce gâteau, il y a plusieurs participants qui revendiquent une part. **La part des actionnaires est variable, à l'inverse de la part des créanciers qui est strictement délimitée selon les accords de départ.**
- La négociation entre les parties doit leur permettre de se mettre d'accord sur la taille du gâteau et les personnes en droit de revendiquer une part du gâteau.



**Si la loi n'aide pas les parties à se mettre d'accord sur la taille du « gâteau » et sur les parties ayant des droits sur celui-ci, elle échoue à appréhender les défis posés par l'innovation financière**

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (8)

- Les parties négocient dans **l'anticipation de l'ouverture de la procédure collective** en cas d'échec des négociations : importante prévisibilité de l'issue de la procédure collective (comparaison avec l'introduction du barème Macron dans les contentieux prud'homaux)
- Si la procédure collective modifie significativement les contrats de départ, **les conflits d'intérêts entre les parties sont exacerbés** (au lieu d'être atténués) et les négociations conduisent à un **résultat sous-optimal**, en privilégiant indûment certaines parties



## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 3e ECUEIL : Le droit français dépassé par l'innovation financière (9)

- Afin de surmonter les conflits d'intérêt que la loi n'aide pas à résoudre, les parties prétendent que **la valeur d'entreprise est plus importante que ce qu'elle est et s'accordent sur des plans d'affaires excessivement optimistes : production « d'entreprises zombies »**
- En l'absence de respect de l'ordre d'absorption des pertes et de moyen de traiter les conflits de valorisation, le droit ne permet pas de **réduire les coûts de détresse financière : les parties concluent un accord sous-optimal**, entraînant un taux d'échec important à terme
- Alors, que le Code de commerce ne tient pas compte des conflits d'intérêts entre créanciers (junior / senior, chirographaires / titulaire de sûretés et actionnaires) en fonction de la situation de l'entreprise grande ou petite, **l'introduction de la Directive 2019/1023 peut changer complètement la donne si elle est correctement transposée**

## Partie I : Les écueils du droit français

### ❖ 4e ECUEIL : Stratégie de la réforme à petits pas au lieu de corriger les erreurs initiales = excès de complexité de notre cadre juridique

- Conscience du législateur de la nécessité de faire évoluer les procédures collectives au cours des dernières années → redonner du pouvoir aux créanciers et donc gommer l'effet redistributif ; mais **la multiplication des réformes est le signe que le législateur tâtonne et n'appréhende pas bien les questions de conflits d'intérêts et de conflit de valorisation**
- Afin de gommer les effets pervers de la loi, le législateur a tendance à légiférer encore davantage, ce qui crée d'autres effets pervers > Hyper réglementation inutile de la phase amiable des négociations
- Multiplication des **procédures « hybrides »** (à la fois consensuelles et formelles) : mandat ad hoc / procédure de conciliation / procédure de sauvegarde financière accélérée / procédure de sauvegarde accélérée / cadre européen de restructuration préventive → **droit illisible**
- **L'hypercomplexité des procédures préventives en France est directement liée à l'approche redistributive du droit des entreprises en difficulté**

## Partie I : Les écueils du droit français

### Conséquences dramatiques :

- **Incapacité à faire le tri** entre les entreprises viables et les entreprises non viables compte tenu des biais des tribunaux (pourquoi s'embêter à liquider les sociétés?)
- **Incapacité des grandes entreprises viables mais insolvable à se désendetter suffisamment rapidement** en raison de l'incapacité à convertir les dettes en actions sans le consentement des actionnaires
- **Taux de rechute important des entreprises** : **85%** des entreprises qui émergent d'une procédure de **redressement judiciaire en plan de continuation** sont liquidées dans les cinq ans et **50%** en procédure de **sauvegarde** (source Euler Hermès), à comparer avec les **20%** d'échec en *Chapter 11*.
- **Accroissement des coûts de détresse financière** : **phénomène d'entreprises zombies**, or le **renouvellement du tissu économique est essentiel pour l'accroissement des gains de productivité** et l'innovation, ce qui contribue à accroître les salaires des salariés non qualifiés (Aghion & Co)

## Partie I : Les écueils du droit français

### Conséquences dramatiques :

- Incitation à conclure des accords sous-optimaux en phase amiable se traduit également par (1) un **taux échec des procédures amiables** (un grand nombre d'entreprises utilisent plusieurs fois la procédure de mandat *ad hoc* / conciliation) et (2) **négociations amiables en amont trop longues et donc trop coûteuses** le temps de neutraliser les parties qui ne devraient pas à avoir voix au chapitre
- **Pas de marché du financement des entreprises qui entrent en procédure collective** (cf. marché du *DIP financing* aux Etats-Unis) et **nécessité d'un privilège légal pour encourager l'apport de new money en procédure de conciliation**
- **Dépendance excessive au crédit fournisseur** des petites entreprises au lieu de faciliter l'accès au crédit bancaire, ce qui nuit à l'innovation : **l'assureur-crédit devient central dans la négociation des délais de paiement**
- Recours à une **myriade de sûretés réelles** différentes qui complexifient, voire gênent frontalement la restructuration du fait du contournement de l'arrêt des poursuites (cf. sûretés avec dépossession et fiducie + multiplication des garanties personnelles)

**PARTIE II**

**UNE SUCCESSION DE REFORMES INABOUTIES OU INUTILES**



## Partie II : Une succession de réformes inabouties ou inutiles

Plusieurs exemples parmi d'autres ..

### ❖ Instauration de la procédure de sauvegarde par la loi no. 2005-845 du 26 juillet 2005

- **Idée** : traiter les difficultés de l'entreprise en amont de la cessation des paiements mais nécessité de démontrer que les difficultés vont conduire à cette cessation
- Néanmoins, **l'anticipation des difficultés dépend du niveau de prévisibilité de l'issue de la procédure** : l'efficacité d'une procédure peut être proportionnelle à sa non-utilisation
- **Croyance erronée que l'on a inventé le *Chapter 11* à la française** : violation manifeste de l'ordre de priorité du fait de l'impossibilité d'évincer les actionnaires (simple possibilité d'évincer le dirigeant)

## Partie II : Une succession de réformes inabouties ou inutiles

### ❖ Ordonnance no. 2008-1345 du 19 décembre 2008

- Effet positif : assouplissement des règles d'ouverture de la procédure de sauvegarde
- **Tous les pouvoirs sont donnés au dirigeant d'entreprise** : il gère l'inventaire, désigne l'administrateur judiciaire de son choix, a le monopole de l'initiative du plan de sauvegarde... → Dirigeant assuré de rester à la tête de l'entreprise
- Incohérence dans la constitution des comités de créanciers : non-respect des accords de départ (qui sont en voie d'être remplacés à présent...)
- Idée que plus la procédure est dans l'intérêt du dirigeant / de l'actionnaires de contrôle, mieux c'est → aggravation du risque de violation de l'ordre de priorité alors que les procédures collectives ne sont pas attractives par définition lorsque l'entreprise n'est pas viable

## Partie II : Une succession de réformes inabouties ou inutiles

### ❖ Loi « Macron » no. 2015-990 du 6 août 2015 : un échec de plus ?

- La loi « Macron » est critiquable à plusieurs égards :
  - Incapacité de faire de la valeur d'entreprise l'élément déterminant des conditions de la restructuration
  - Eviction prévue uniquement en procédure de redressement judiciaire = à un stade trop tardif des difficultés
  - Faible intérêt du mécanisme de dilution forcée des actions lorsque l'entreprise est cotée ou insolvable faute d'envisager l'éviction également des créanciers les plus junior
  - Mécanisme de cession forcée des actions détenues par les actionnaires majoritaires couplé à une procédure d'indemnisation = incohérence ?

**PARTIE III**

**ENJEUX ET REFORME DES RESTRUCTURATIONS PREVENTIVES**

### Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

#### ❖ Un cadre européen des restructurations préventives, une nécessité dans le contexte actuel du marché de la dette

- Contexte de maintien des taux bas : investissements à haut rendement de plus en plus risqués  
⇒ Structures de financement des entreprises complexes et risquées (emprunteurs en position de force)
  
- Le projet de Directive sur les cadres de restructuration préventifs voté par le Parlement européen en 2019 répond à une nécessité d'harmonisation, d'assainissement des comptes des banques et d'élargissement des possibilités de refinancement pour les entreprises, sans requérir de réforme en profondeur des droits nationaux (difficulté politique)
  
- **Double objectif :**
  - Facilitation du financement *ex ante*
  - Distribution efficace des ressources *ex post*

### Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

- ❖ **L'analyse économique : le modèle de la négociation hypothétique comme méthode d'allocation optimale des ressources *in abstracto* (conception libérale)(1)**
- Proposition : quand les **coûts transactionnels** (Coase) ne sont pas prohibitifs et que les parties à la négociation sont placées dans une situation équivalente (= **asymétries d'information** limitées), la **maximisation de l'utilité de toutes les parties** passe par la libre négociation → encouragement à la **négociation amiable dans l'ombre du procès à condition que l'issue du procès soit prévisible**
- Méthodologiquement, la ***creditor's bargain theory* (CBT)** permet d'introduire cet élément **dans la détermination de règles ex ante** : on imagine une négociation entre des parties qui ne savent pas quel est leur rôle précis (elles peuvent être créanciers comme salariés ou actionnaires) et qui doivent internaliser les conflits possibles entre les intérêts en présence (créancier chirographaire, muni de sûretés...) → **idée que la procédure collective doit être le prolongement de la volonté des parties qui ne peuvent s'accorder explicitement sur tout**

### Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

- ❖ **L'analyse économique : le modèle de la négociation hypothétique comme méthode d'allocation optimale des ressources *in abstracto* (conception libérale)(2)**
  - Cette approche repose sur la **théorie des jeux** (négociation dans l'ombre du procès et coordination entre les joueurs afin de maximiser la valeur à répartir)
  - **Objectif** : pallier les coûts de transaction et le problème de la **tragédie des biens communs** (idée que les parties maximisent leurs intérêts personnels sans se concerter au détriment de leur intérêt global)
  - **Pareto optimalité** des règles issues de ces négociations (le sort d'une des parties ne peut être amélioré qu'à la condition d'appauvrir une autre partie) → **la négociation entre les parties doit conduire à permettre à la société de ne plus subir de coûts de détresse financière** supportés par la communauté des parties

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ Les spécificités des restructurations préventives (1)

- Lorsque qu'une perspective de redressement demeure, les créanciers ont intérêt à ce que l'entreprise continue son activité dans la mesure où le redressement crée un surplus de valeur
- **Plus la procédure est ouverte tôt, moins l'entreprise a eu le temps de perdre de la valeur du fait des coûts de détresse financière**
- Il n'y a pas structurellement de différence entre une procédure en amont ou postérieurement à une cessation des paiements, les objectifs restent les mêmes

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ Les spécificités des restructurations préventives (2)

- Mesures possibles :
  - a) **Remise et rééchelonnement de dette** = transfert de richesse des créanciers vers les associés, qui n'ont pas à cristalliser leurs pertes, **uniquement dans les hypothèse où la valeur de l'entreprise dépend de l'identité de l'actionnaire majoritaire / fondateur** (une procédure de liquidation accélérée n'est-elle pas alors préférable pour les PME ?)
  - b) **Cession de l'entreprise ou de plans d'activité à un tiers** = valeur récupérée plus importante qu'en cas de liquidation et meilleures chances de poursuite de l'activité ; sujet non évoqué en France en amont de la cessation des paiements
  - c) **Cession de l'entreprise aux créanciers** = conversion de dette en titres de capital ; transfert de contrôle (c)

**Idéalement, il faut mettre en concurrence (b) et c)**

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : présentation

#### ▪ Inspirations :

- Chapter 11 de « deuxième génération » (cession rapide aux créanciers)
- *Schemes of arrangement* britanniques
- Analyse économique du droit

⇒ **Pas de socle conceptuel cohérent du fait en particulier de l'immixtion du parlement européen et des Etats Membres**, objectifs divergents et procédures entre hybridation et schizophrénie = choix laissé entre deux modèles possibles (US/UK, français) avec une volonté de sauver l'entreprise à tout prix

#### ▪ *Forum shopping* :

- Entretient la concurrence législative en Europe, en particulier avec l'Allemagne et les Pays-Bas compte tenu du Brexit

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : lecture économique (1)

- « La restructuration est toujours préférable économiquement à la liquidation » : un présupposé erroné mais tenace
  - ⇒ **Les entreprises économiquement moins performantes ne doivent pas être sauvées à tout prix si l'on vise l'efficacité économique** (nécessaire renouvellement du tissu économique)
  - ⇒ La Directive permet de mettre en place un test de viabilité mais il ne s'agit que d'une option de transposition ; or, ce test est absolument nécessaire pour les PME dès lors que le risque d'abus est important (du fait de l'impossibilité d'évincer les actionnaires sans l'accord du dirigeant cf. ci-après)
- Le statut des impératifs d'« intérêt général » (protection de l'emploi, etc.) pose question → on s'éloigne de la *creditors' bargain theory*

### Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

#### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : lecture économique (2)

- **Qu'est ce qu'une procédure préventive ?** Définition laissée à l'appréciation des Etats membres → en France, procédure de sauvegarde, procédure financière accélérée, procédure de sauvegarde accélérée. Proposition du HCJP de fusion des deux derniers en une **nouvelle procédure de sauvegarde financière** ; mais problèmes d'**interférence avec la procédure de sauvegarde de droit commun** ; **problème que ne règle pas totalement la Chancellerie dans son projet de consultation**
- La suspension des poursuites a pour but de sortir du **dilemme du prisonnier** (chacun a intérêt à prendre tant que les autres ne prennent pas) et d'éviter ainsi la tragédie des biens communs: en l'absence de **coordination**, le résultat ne peut être **optimal**. La Directive offre la possibilité aux juridictions de lever la suspension si elle ne remplit plus ses objectifs
- Cette suspension est particulièrement utile dans certains cas où les créanciers pourraient avoir intérêt à faire jouer leur intérêt personnel au détriment de la collectivité ; cela est cependant rare en pratique car le sort des créanciers est contractuellement lié par une clause de *cross acceleration*).

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : enjeu du transfert du pouvoir aux créanciers (1)

- RAPPEL : La question de la gouvernance se traite économiquement à travers celle de l'alignement des incitations :
  - Quand **l'entreprise est *in bonis***, les actionnaires ont intérêt à ce que l'entreprise soit bien portante, dans la mesure où en cas de liquidation ou de cession, ils en sont les bénéficiaires
  - Lorsque **l'entreprise est proche du seuil d'insolvabilité**, les actionnaires n'ont rien à perdre
- Selon cette lecture économique, transférer le pouvoir des actionnaires aux créanciers est justifié en présence de difficultés
  - ⇒ Il faut éviter à la fois (i) un **monopole décisionnel du débiteur (malheureusement la Chancellerie a fait le choix opposé dans son projet de consultation)** et (ii) **l'interventionnisme du juge qui n'a pas les bonnes incitations** (pas d'incitation à la liquidation, préférence pour les dirigeants-entrepreneurs).

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : enjeu du transfert du pouvoir aux créanciers (2)

Toutefois:

- **Accord du débiteur** nécessaire pour un plan prévoyant l'éviction des actionnaires, au moins au niveau des PME (mais possible sur option au niveau des grandes entreprises) > **on comprend que cela peut conduire en pratique à neutraliser le bénéfice de l'introduction d'une règle de priorité absolue : choix de la Chancellerie**
- Possibilité de s'abstenir d'un **test de viabilité** (droit positif : évaluation de l'**inventaire** qui ne rend pas compte de la viabilité de l'entreprise)
- Absence de disposition relative à l'accès aux **informations financières** afin que les créanciers puissent proposer un plan concurrent à celui du débiteur

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : sort des associés

- En France, les associés disposent de fait d'un droit de veto pour autoriser ou non la conversion de dette en actions (*debt-to-equity swap*), dans la mesure où cette opération nécessite un coup d'accordéon ou une cession de titres
  
  - **Innovations de la Directive :**
    - les **actionnaires** sont une classe de créanciers comme une autre
    - l'**application forcée inter-classe** les concerne aussi, ce qui rend possible un *debt-to-equity swap* sans leur accord
- ⇒ Changement de paradigme important en droit français : auparavant, le droit de propriété des actionnaires était davantage protégé que celui des créanciers – **on tend à reconnaître que les actionnaires ne sont que des créanciers subordonnés**

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : possibilités d'application forcée (1)

- Toujours dans la perspective d'éviter une situation de tragédie des biens communs, il semble rationnel de prévoir la possibilité d'une **application forcée inter-classes** de créanciers
- Toutefois, une **majorité renforcée** apparaît souhaitable, dans un souci de prévisibilité des issues possibles de la procédure
- Cela implique :
  - Que les **créanciers non concernés** par la décision **ne prennent pas part au vote** (car intérêts non alignés) ; et
  - Que les votes se réalisent au sein de **classes de créanciers suffisamment homogènes**.
    - ⇒ Il s'agirait d'une **innovation en droit français** conforme aux principes de l'analyse économique du droit, attendue par la doctrine française (cas CGG) et inspirée des procédures US, UK et allemande (il existe cependant un débat sur les classes de créanciers ; cf. rapport du HCJP de fin 2020)

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### 8. La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : possibilités d'application forcée (2)

- **L'application inter-classe forcée** : sous réserve de garde-fous, l'application forcée inter-classes évite que des classes de créanciers ne fassent obstacle à un plan dont la réalisation est souhaitable
  
- **Deux modèles d'application inter-classes** proposés par la Directive :
  - par **au moins une classe *in the money***, c'est-à-dire **financièrement intéressée en cas de liquidation** (modèle US) ; ou
  
  - par la **majorité des classes** dont une au moins de **créanciers garantis ou de rang supérieur aux créanciers chirographaires** → encourage la règle de priorité relative, qui est une erreur d'un point de vue économique

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : règles de priorité (1)

- Deux versions :
  - Règle de priorité **absolue** : en cas d'évènement alternatif à la liquidation, c'est-à-dire en cas de restructuration, la valeur présente est **répartie entre les parties prenantes comme s'il s'agissait d'une liquidation**
  - Règle de priorité **relative** : « 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** » (article 11(1)(c) Dir.)
- la **priorité relative encourage les créanciers titulaires de sûreté à tenter d'échapper à la discipline collective** > prolifération des **sûretés exclusives** (cf. présentation Droit & Croissance sur les sûretés) : **ce que le législateur reprend d'une main aux créanciers titulaires de sûretés, il le rend de l'autre main à travers le droit des sûretés**

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : règles de priorité (2)

- La Directive laisse une certaine marge de manœuvre dans le choix de la règle, mais la **règle par défaut** est celle de la **priorité relative** : **facialement la Chancellerie adopte la règle de la priorité absolue mais dans les faits ce n'est pas le cas dès lors que l'accord du débiteur est toujours nécessaire pour l'adoption d'un plan**
- La règle de priorité relative permet une distribution de richesses aux actionnaires *out of the money* et semble avoir été adoptée dans le but de faciliter le recours aux restructurations préventives, en dépit de son inefficience sur le plan économique ;
- **Effets pervers de la règle de la priorité relative importants au niveau des négociations amiables** (allongement des négociations, sous-optimalité).
- Peur qu'un mécanisme d'éviction contraint ne rendent plus attractives les procédures préventives pour les chefs de PME. En fait il est bien **plus opportun de dessiner un régime spécifique pour les PME reposant sur un mécanisme d'enchères accélérées** et permettant au dirigeant de récupérer les actifs libres de tout passif en toute transparence s'il remplit les conditions (pas de surenchère des créanciers)

### Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

#### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : « *best interest of creditors test* »

- La Directive importe un autre concept du Chapter 11, celui du « *best interest of creditors test* » ; ce teste existait déjà en droit français pour les mécanismes de résolution bancaire (*no worse-off principle*)
- **Test :**
  - le plan de restructuration traite-t-il chaque créancier de telle sorte qu'une liquidation ne lui aurait pas été plus favorable ?
  - À défaut, propose-t-il la meilleure alternative possible ?
- → **possibilité que le test remettre en cause les plans de cession en redressement judiciaire pour un prix symbolique**
- **Analyse contrefactuelle difficile** qui implique 1) que le droit reconnaisse que l'ouverture d'une procédure préventive doit conduire à une cristallisation de la valeur d'entreprise et 2) une procédure de liquidation claire et des règles de priorité bien définies (et similaires aux procédures préventives), ce qui n'est pas le cas en droit français

## Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

### ❖ La Directive sur les cadres de restructuration préventifs : conclusion

Cette directive s'inscrit dans le contexte :

- de l'objectif de construction d'une Union des Marchés de Capitaux ;
- de la nécessité pour les banques de pouvoir sortir des *non-performing loans* grâce à un marché secondaire plus efficace ; et
- de la nécessité d'harmoniser et d'améliorer les conditions de financement des entreprises en Europe afin de favoriser l'essor des marchés obligataires

### Partie III : Enjeux et réforme des restructurations préventives

- ❖ **Ouverture : la Directive peut-elle provoquer un « *big bang* » du droit des entreprises en difficulté ?**
  - Principes généraux du droit européen, régime d'invocabilité directe des directives
  - **Le champ d'application de la Directive pourrait être élargi** dès lors qu'on peut avancer que **certaines spécificités du droit français des entreprises en difficulté** (droit du tribunal à imposer un accord aux créanciers titulaires des sûretés, cession des actions à un prix symbolique pour préserver les emplois) **neutralisent dans les effets les garde-fous mis en place par la Directive pour protéger les créanciers**
  - L'existence de deux procédures préventives (procédure de sauvegarde et procédure de sauvegarde financière) ayant des règles d'approbation du plan différentes pose question.
  - Disparition de la procédure de redressement judiciaire ? Ce n'est pas le choix malheureusement pour l'heure de la Chancellerie

## Contact

### **Sophie VERMEILLE**

*Co-responsable du Pole Restructuring  
& fondatrice de Droit & Croissance  
Rules for Growth*

*+ 33 (0) 6 73 04 89 90*

*svermeille@droitetcroissance.fr*

*www.droitetcroissance.fr*

*<http://fr.linkedin.com/in/sophievermeille>*

