

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

Par Sophie VERMEILLE
et Eva FOUREL
Droit et Croissance

La directive adoptée par le Conseil de l'Europe, le 6 juin 2019, offre une opportunité à la France d'opérer un changement de paradigme vers un droit des entreprises en difficulté plus efficace. Le droit français confond pour l'instant l'objectif d'efficacité avec celui d'équité, privilégiant la préservation à court terme des emplois existants et pénalisant, de ce fait, l'économie française. Il importe de comprendre qu'un droit efficace permet à long terme d'atteindre non seulement les objectifs d'équité poursuivis, mais également les objectifs économiques fixés au niveau de l'Union européenne.

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. Désormais, 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 objectifs, selon les économistes : 1) de faire le tri entre les entreprises viables et non viables, 2) d'abaisser le coût du crédit et 3) de maximiser la valeur des actifs de l'entreprise⁽¹⁾.

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

Les statistiques font notamment état d'un taux de rechute important à cinq 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 particu-

larité de chercher à tout prix à préserver à court terme l'emploi, 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.

Celle-ci laisse toutefois beaucoup de marge de manœuvre aux États membres dans sa transposition. Aussi, il est essentiel que la France 1) prenne conscience des effets pervers de son droit des entreprises en difficulté, 2) revienne aux fondements économiques du droit des entreprises en difficulté et 3) tienne compte des enjeux macro-économiques sous-jacents à la transposition de la directive.

Un constat : l'inefficacité économique du droit français

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 de paiement (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 de-

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

vrait pas exister de distinction d'objectifs entre les deux types de procédures (amiables et collectives), pourtant c'est ce qu'a instauré le législateur français.

De manière générale, depuis la loi du 25 janvier 1985⁽²⁾, les procédures collectives sont l'expression d'un interventionnisme économique du juge : le tribunal a la possibilité d'imposer aux créanciers, sans leur consentement, un étalement sur dix ans du remboursement de la dette, 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 dans le cadre d'un 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.

Des statistiques qui mettent en évidence les effets pervers de cette législation pour les entreprises

À 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 2014⁽³⁾ et près de 60 % des redressements judiciaires ont été convertis en liquidation judiciaire en 2016⁽⁴⁾, le taux de rechute reste très important. Cinq ans après la mise en œuvre d'une procédure collective, ce taux est de 65 % pour les entreprises ayant émergé du redressement judiciaire et de 50 % pour les entreprises résultant d'une procédure de sauvegarde, selon les chiffres d'Euler Hermès⁽⁵⁾.

Ces chiffres doivent être mis en perspective avec le taux de rechute beaucoup moins important de la procédure du *Chapter 11*. Entre 1983 et 2013, seules environ 18,5 %

des entreprises qui émergeaient d'une telle procédure se plaçaient à nouveau sous la protection du tribunal dans les années suivant la fin de la première procédure⁽⁶⁾. Si le taux de conversion du *Chapter 11* en *Chapter 7* (procédure liquidative) est de 21 % sur un échantillon d'entreprises cotées⁽⁷⁾, il est supérieur à 50 % pour les PME⁽⁸⁾.

Lorsque l'entreprise est finalement liquidée et qu'un plan de cession est organisé en dépit de ses répercussions pour l'emploi, le taux de recouvrement moyen des créanciers dans le cas d'un plan de cession n'est que de 6 %, selon un rapport de KPMG⁽⁹⁾.

Ces statistiques reflètent des conséquences délétères de la préférence donnée à la préservation à court terme de l'emploi, 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 français 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.

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 elles, le crédit-bail pour les petites et moyennes entreprises est similaire à un prêt finançant un actif, mais il 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 tout entière. La position de l'Inspection générale des Finances est symptomatique de l'approche française : son rapport de 2015⁽¹⁰⁾ 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 encadrant ces procédures.

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 cet actif au profit d'un repreneur, alors que d'autres sûretés accor-

(2) Loi n°85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises.

(3) DELOITTE en collaboration avec ALTARES (2015), « L'entreprise en difficulté en France. Dans l'antichambre de la reprise », mars.

(4) DELOITTE (2017), « L'entreprise en difficulté en France en 2016, un équilibre fragile », mars.

(5) 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 semblent donc présenter plus de garanties.

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

(7) HOTCHKISS E., JOHN K., THORBURN K. & MOORADIAN R. (2008), « *Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress* », janvier. Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1086942>

(8) MORRISON E. (2006), « *Bankruptcy Decision making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small Business Bankruptcies* », Columbia Law and Economics, Working Paper n°239, January 25. Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=880101>

(9) 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>

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

dées 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).

Un droit qui pénalise les entreprises de grande taille viables, mais insolubles

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 celle-ci est insolvable (elle ne peut plus rembourser à terme ses dettes), puisque leur sort s'aggrave ou s'améliore de manière corrélative à l'activité de l'entreprise (le droit des créanciers à être remboursés dans les conditions initialement prévues se trouvant remis en question). À 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 potentiel entre actionnaires et créanciers.

Pourtant, les entreprises de taille importante connaissent souvent ce problème de conflit entre actionnaires et créanciers. Elles présentent en effet la particularité de pouvoir enregistrer 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 insolubles, mais être opérationnellement viables. Cette situation influe sur les priorités de gestion bien avant l'arrivée à leur terme des créances : les dirigeants, pour faire face à la dette à court terme, ont tendance à prendre des décisions intervenant au détriment de la valeur à long terme, et 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 de valeur tant que la société n'est pas déclarée en cessation de paiement. 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.

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

À 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 à court terme des emplois 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 aussi 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, correspondant à une extension du champ d'application de présupposés économiquement erronés.

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 de leur sort. Alors, en cas de liquidation, le dirigeant devrait être en droit de proposer un prix pour récupérer les actifs : ce que ne prévoit pas la directive qui a tendance à vouloir imposer une restructuration des dettes des petites entreprises.

Pour les entreprises de taille plus importante, cela signifie, dans la procédure collective, de laisser aux classes pivot de créanciers (ceux qui ont le plus intérêt à un redressement ou à une maximisation des actifs) le soin de décider du sort de l'entreprise, c'est-à-dire les créanciers dont les intérêts ne sont que partiellement couverts par l'actif disponible d'après le plan (les créanciers dits « résiduels »). Cela se traduit notamment par la règle de l'application forcée interclasse du plan sur la base de son vote par une majorité de classes. Les règles autour des classes de créanciers sont un moyen d'aligner les intérêts au sein de ces 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 d'éviter un interventionnisme du juge trop important. La directive offre cette possibilité mais ne contraint pas les États membres à faciliter la conversion de la dette en capital.

Faciliter en amont un traitement 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 de celles-ci (puisque cela revient à réduire les coûts pesant sur l'activité liés au surendettement des entreprises). C'est un sujet sur lequel la France a de l'avance par rapport aux autres États européens.

Les statistiques présentées dans un rapport de France Stratégie d'avril 2018⁽¹¹⁾ illustrent l'intérêt d'une procédure précoce, puisque les entreprises en procédure de sauvegarde ont deux fois plus de chances de bénéficier d'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.

(11) 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_difficulte_financiere-17042018.pdf

Par ailleurs, 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 auprès des fournisseurs et des 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.

Renforcer les droits des créanciers titulaires de sûretés

Afin de renforcer les droits des créanciers titulaires de sûretés, de réduire le recours aux techniques de financement qui échappent à la procédure collective et de 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 (tel qu'envisagé 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 visant à obtenir la meilleure maximisation possible de la valeur, le régime des sûretés pourrait n'être que contractuel (et donc la loi beaucoup plus simple), exception faite des obligations de publicité. En effet, le droit des entreprises en difficulté permettrait ainsi de trouver une solution des plus satisfaisantes, puisqu'un traitement optimal des différents types de créanciers serait déjà garanti.

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

Pour l'Europe, les objectifs économiques principaux qui transparaissent 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 des 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.

Un droit des entreprises en difficulté plus efficace : la condition de l'aboutissement de l'Union des marchés de capitaux

Les études ont montré qu'un marché dynamique du financement 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 financière⁽¹²⁾. Une efficacité renforcée du droit des entreprises en difficulté faciliterait la coordination de l'action 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 cette perspective en tête et n'oublie pas de traiter les obligataires sur un même plan que les établissements bancaires.

Réduire l'exposition des banques aux prêts non performants : une priorité de la Banque centrale européenne (BCE)

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 ainsi une partie de leurs ressources et diminuant d'autant 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 comptant un grand nombre de salariés. C'est pour cette raison que la BCE, à l'instar des pays nordiques, a beaucoup poussé en faveur d'un droit des entreprises en difficulté conforme aux enseignements de l'analyse économique du droit.

Une transposition de la directive Restructuration conforme à une telle analyse serait un premier pas vers une nécessaire transformation du système français, dans un contexte de concurrence normative, qui devrait, espérons-le, inciter les législateurs nationaux à proposer des régimes qui soient les plus attractifs possibles pour les investisseurs. Il faut retenir que les objectifs français d'équité sociale, 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.

Références bibliographiques

OSEO (2008), « Une analyse comparative des procédures de faillite : France, Allemagne, Royaume-Uni », *Regards sur les PME (Observatoire des PME)*, édition du 16 juin, 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), "Best Practices in European Restructuring – Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law", *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, Oxford University Press, 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*.

(12) ANDERSON N. *et al.* (2015), "A European Capital Markets Union: implications for growth and stability", *Financial Stability Review*, paper n°33, February.